Benjamin Graham

Akıllı Yatırımcı

Güvenli Yatırım Metodolojisi: 'Gerçek Değer' Yaklaşımı

Warren E. Buffett'ın Girişi ve Ek'iyle



"Bu klasik metin, Graham'ın o müthiş başarılı ve popüler yaklaşımını oluşturan ilkeleri yatırım dünyasına tanıtıyor."
– *Money dergisi*

Çeviren: Ali Perşembe

MEKSA MENKUL DEĞERLER
Katkılarıyla

SCALA
YAYINCILIK

İçindekiler

Ekler

Önsöz

Bu kitabın ilk baskısını 1950'de, on dokuz yaşındayken okudum. O zaman yatırım hakkında yazılmış ve yazılabilecek en iyi kitap olduğunu düşünmüştüm. Hâlâ, öyle düşünüyorum.

Bir ömür boyunca başarılı yatırımlar yapabilmek, stratosferik bir zekâ katsayısına sahip olmayı, içeridekilerin bilgilerine erişmeyi veya olağan dışı bir iş sezgisini gerektirmez. Gereken, karar verebilmek için sağlıklı ve sağlam bir zihinsel çatı ve hislerin o çatıyı aşındırmasına izin vermeyecek bir kabiliyettir. İşte bu kitap tam olarak ve açıkça o çatının reçetesini çiziyor. Duygusal disiplini de sizin sağlamanız gerekiyor.

Graham'ın savunduğu davranış biçimi ve iş ilkelerini takip eder ve 8. ve 20. Bölüm'lerdeki nasihatlere özel bir dikkat gösterirseniz yatırımlarınızdan kötü sonuçlar almayacaksınız. (Bu sizin düşündüğünüzden de büyük bir başarıyı temsil ediyor.) Mükemmel sonuçlara ulaşmanız, yatırımlarınız için sarfettiğiniz gayret ve aklın yanı sıra yatırım yaşamınız süresince, hisse senedi piyasasının sergilediği çılgınlığın çapına da bağlı olacaktır. Piyasanın davranışı ne kadar saçmaysa, işini bilen yatırımcının önüne gelen fırsatlar da o kadar çok olur. Graham'ı takip edin ve çılgınlığa katılacağınıza, ondan kâr edin.

Benim için, Ben Graham bir yazar veya öğretmenden çok daha büyük bir karakter. O babam haricinde beni en çok etkileyen insan. Ben'in 1976'da ölümünden hemen sonra *Financial Analysts Journal*'da onu şu aşağıdaki satırlarla anmıştım, bu övgüde bahsettiğim nitelikleri sizin de algılayacağınıza inanıyorum.

BENJAMIN GRAHAM
1894-1976

Birkaç yıl önce, o zamanlar sekseninde olan Ben Graham, bir arkadaşına "hergün bir budalalık, bir yaratıcılık ve bir cömertlik yapmayı" ümit ettiğini söylemişti. Bu garip amaç, onun kendini beğenmişliğe ve nasihatçılığa düşmeden fikirlerini toparlama becerisini aksettiriyordu. Fikirleri kuvvetliydi ama onları sunuşu sürekli şekilde yumuşaktı.

Bu derginin okuyucularının yaratıcılık standartlarını ölçü aldığımızda, Graham'ın başarılarının abartılmaya ihtiyacı yok. Bir bilimsel yöntemin mucidinin onu takip edenlerce kısa sürede gölgede bırakılmadığı durumlar çok seyrektir. Ama düzensiz ve karmaşık bir faaliyete yapısallık ve mantık kazandıran bir kitabın yayınından kırk yıl sonra, menkul kıymet analizinde onunla finale kalabilecek adayları bulmak bile zor. Yayınından birkaç hafta veya ay sonra çok sayıda kuramın yetersiz hale geldiği bir alanda Ben'in ilkeleri bütün oturaklılığını korudu. Onların değeri, diğer daha zayıf mantıksal yapıları yerle bir eden finansal fırtınaların ardından daha iyi anlaşılıyor. Sağlam önerileri, onu takip edenlere -o ünlü ve gündemdeki danışmanları takip eden daha yetenekli. profesyonellerden daha alt düzeyde doğal kabiliyetleri olanlara bile- sürekli ödüller getirdi.

Ben'in profesyonel alanında mutlak bir egemenlik kurmasının dikkate değer bir cephesi de yaptıklarını, tüm çabaları tek bir amaca odaklayan zihinsel faaliyetin dar görüşlülüğü dışında başarmasıydı. En azından, ben bu kadar geniş bir bakış açısı olan başka birisine rastlamadım. Hemen hemen mükemmel bir hafıza, yeni bilgiye karşı duyulan sonsuz bir hayranlık ve o bilgiyi sanki ilgisizmiş gibi görünen sorunlara uygulama yeteneği, onun her hangi bir alandaki düşüncelerine erişmeyi bir mutluluk kaynağı yapmıştı.

Ama o üçüncü amacında -cömertlik- tüm diğerlerinin üzerinde bir başarıya ulaştı. Ben'i öğretmenim, işverenim ve arkadaşım olarak tanıdım. Her ilişkide de -tüm öğrencileri, çalışanları ve arkadaşlarıyla olduğu gibi- sonsuz ve karşılıksız bir fikir, zaman ve azim cömertliği mevcuttu. Eğer düşünce berraklığı gerekiyorsa gidilecek daha iyi bir yer yoktu. Eğer teşvik ve öneri gerekiyorsa, Ben hep oradaydı.

Walter Lipmann başkalarının gölgesinde oturabileceği ağaçlar diken insanlardan bahsetmişti. İşte Ben Graham öyle birisiydi.

Financial Analysts Journal'ın Kasım/Aralık 1976 sayısından alıntı olarak tekrar yayınlanmıştır.

Giriş:

Bu Kitabın Ulaşmak İstediği Hedef

Bu kitabın amacı, bir yatırım politikası edinme ve uygulamada, sıradan insanlara uyacak bir kılavuz sağlamaktır. Burada, dikkatler daha çok yatırım ilkelerine ve yatırımcıların davranış biçimlerine çevrilecek, menkul kıymetlerin analiz tekniklerinden nispeten daha az bahsedilecektir. Ne var ki, hisse senedi seçimiyle ilgili olan önemli unsurların kesin bir şekilde anlaşılması için bir takım özet menkul kıymet karşılaştırmaları da -genelde New York Hisse Senedi Borsası kotasyon listesinden çiftler halinde seçilmek üzere- yapacağız.

Ama yerimizin çoğunu finansal piyasaların tarihi formasyonlarını, bazen onlarca yıl geriye giderek, incelemede kullanacağız. Menkul kıymetler yatırımına akıllı bir şekilde yaklaşmak için kişinin, çeşitli türden tahvil ve hisse senetlerinin değişik koşullar altında -ki en azından bu koşulların bazılarıyla kişinin yatırım ömrü içerisinde de karşılaşma olasılığı yüksektir- nasıl davrandığı hakkında yeterli bir bilgiyle kuşanması gerekir. Hiçbir ifade, Santayana'nın ünlü ikazından daha doğru ve Wall Street'e daha uygun olamaz: "Geçmişi hatırlamayanlar onu tekrar etmeye mahkum olurlar."

Metnimizin hedefi spekülatörden ziyade yatırımcıya yöneliktir. İlk amacımız da bu göz ardı edilen ayırımı açığa kavuşturmak ve vurgulamak olacaktır. İşin başından bunun bir "nasıl bir milyon dolar kazanılır?" kitabı olmadığını söyleyebiliriz. Wall Street'de veya her hangi bir yerde zenginliğe ulaşan kesin ve kolay bir yol yoktur. Bu söylediğimizi bir nebze finansal tarihle desteklersek fena olmaz, özellikle ondan birden fazla ders çıkarılacaksa... O can alıcı 1929 yılında, Wall Street'de olduğu gibi ülke çapında da önemli bir şahsiyet olan John J. Raskob, *Ladies' Home Journal* dergisinde yazdığı "Herkes Zengin Olmalı" isimli makalesinde kapitalizmin lütuflarını övmüştü. Savunduğu teze göre, iyi hisselere ayda 15 $ yatırarak

yirmi yılda 3600 $'lık bir yatırıma karşılık 80,000 $'lık bir mal varlığına ulaşılabilme imkanı vardı. Tabii kâr paylarının anaparaya ilave edilmesi gerekiyordu. Eğer General Motors'un bu büyük işadamı haklı olsaydı, bu yöntem elbette zenginliğe giden kısa bir yol olurdu. Raskob ne kadar haklıydı? Dow Jones Sanayi Endeksi'ne (DJIA) dahil 30 hisseye yatırım yaptığımızı farzederek kaba bir hesaba girişelim. Eğer Raskob'un reçetesini yazısını yazdığı yıl uygulamaya koysaydık (1929-1948) yatırımcının mal varlığının 1949 başında 8,500 $'a ulaştığını görürdük. Bu rakam o büyük adamın 80,000 $ sözünden çok uzakta ve böyle iyimser tahmin ve vaatlere güvenilmemesi gerektiğini açıkça gösteriyor. Ama öte yandan, yatırımcının alımlarına DJIA 300 iken başlayıp 1948 kapanışı olan 177'de bitirmesine rağmen, bu yirmi yıllık tatbikatta gerçekleşen getirinin bileşik olarak yılda %8'den daha iyi olduğunu da söylemek gerekir. Bu hesaplama, yılmadan, iyi günde kötü günde, her ay düzenli olarak hisse senedi alımı yapma ilkesini ki buna "dolar maliyetini paçallama" denir, ikna edici bir şekilde destekliyor.

Kitabımız spekülatörlere yönelik olmadığına göre, piyasada işlem yapanlar için de değildir. Bu kişilerin çoğu grafikleri veya alım ve satım zamanlamasını tespit eden diğer mekanik araçları kullanırlar. "Teknik" olarak adlandırılan bu yaklaşımların tümüne uygulanabilecek bir ilke şöyledir: "Alım yapılmalıdır çünkü o hisse veya piyasa yükselmiştir. Ve satış yapılmalıdır çünkü piyasa düşmüştür." Bu diğer iş kollarındaki sağlam iş anlayışının tam tersidir ve büyük bir olasılıkla Wall Street'de kalıcı bir başarıyı getirmeyecektir. Bizim 50 yılı aşan hisse senedi piyasası deneyim ve izlenimlerimiz sırasında "piyasayı takip ederek" sürekli veya kalıcı bir şekilde para kazanan bir kişiye rastlamadık. Bu yaklaşımın popüler olduğu kadar da yanlış olduğunu vurgulamaktan kaçınmıyoruz. Daha sonra hisse senedi piyasasında işlem yapmak için kullanılan o ünlü Dow kuramından kısaca bahsederek yukarıda söylediklerimizi açıklayacağız ama bunun bir ispat olarak alınmaması gerekir.

1949 yılındaki ilk baskısından beri, *Akıllı Yatırımcı*'nın aşağı yukarı her beş yılda bir düzeltmesi yayınlandı. Bu baskının güncellemesinde 1965 baskısından itibaren ortaya çıkan yeni gelişmelere yer vereceğiz. Bu gelişmeler şunlar:

1. Birinci sınıf tahvillerde daha önce görülmemiş bir miktarda faiz oranı artışı.

2. Öncü hisselerde, 1970 Mayıs'ında sonuçlanan, %35'lik bir fiyat düşüşü. Bu son 30 yılın en yüksek yüzde düşüşüdür. (Daha düşük nitelikli hisselerdeki düşüşler daha fazla.)

3. 1970'teki ekonomik küçülmeye rağmen toptan ve perakende fiyatlardaki inatçı enflasyon.

4. Her dalda faaliyet gösteren büyük şirketler topluluklarının, franchi-

sing firmalarının ve iş ve finans dünyasında benzeri yeniliklerin sayısındaki hızlı artış. (Bunlar, "mektup hisseler"[1], hisse opsiyonu varantları, yanlış yönlendirici isimler, yabancı bankaların kullanımı ve diğerleri gibi bir takım kurnazca araçları içeriyor.)

5. En büyük demiryolu şirketimizin iflası, eskiden kuvvetli ve yerleşik firmaların aşırı kısa veya uzun vadeli borçlanmaları, Wall Street kurumlarında bile gözlenen rahatsız edici bir likidite sorunu.

6. Bankaların işlettiği kredi ve teminat fonlarının da içinde bulunduğu yatırım fonları yönetiminde ortaya çıkan "performans" modasının getirdiği endişe verici sonuçlar.

Yukarıda olan bitenleri dikkatlice gözden geçireceğiz ve bazıları bir önceki baskımız üzerinde bir takım sonuçlama ve vurgulamaları değiştirecek. Sağlam yatırım yapmanın temelinde yatan ilkeler her on yılda bir değişmez ama bu ilkelerin uygulamaları finansal mekanizma ve iklimde oluşan önemli değişikliklere uyarlanmalıdır.

Bu son ifade, ilk kaba taslağı Ocak 1971'de tamamlanan bu baskının yazılışı sırasında test edilmişti. O zamanlar DJIA, genel bir iyimserlik havası içerisinde 1970'in en düşüğü olan 632'den zıplamış ve 1971 en yükseği olan 951'e doğru kuvvetlice yükseliyordu. Son taslak 1971 Kasım'ında bitirildiğinde, piyasa geleceği hakkında ortaya tekrar çıkan genel bir rahatsızlık ortamında 797'ye kayarak can çekişiyordu. Bu dalgalanmaların, bu kitabın 1949'daki ilk baskısından beri hemen hemen hiç değiştirmediğimiz sağlam yatırım politikasına genel bakış açımızı etkilemesine izin vermedik.

Piyasanın 1969-70 yıllarındaki düşüşünün çapı son yirmi yılda yaygın hale gelen yanılgıyı ortadan kaldırmaya yaramalıydı. Bu yanılgı, öncü hisselerin her zaman her fiyatta alınabileceği ve sadece sonunda mutlaka kâr edileceği değil aynı zamanda aradaki kayıpların da piyasanın yeni en yükseklere doğru tekrar başlayacak bir hareketiyle çıkarılacağı güvencesiydi. Bu inanılırlıktan uzak bir iyimserlikti. Sonunda piyasa tekrar "normale döndü" : Bu dönüş artık hem spekülatör hem de hisse senedi yatırımcılarının yatırımlarının değerindeki yükselişlere olduğu gibi önemli ve belki de uzayan düşüşlere de hazırlıklı olmaları anlamına gelmektedir.

Daha düşük kalitedeki hisselerde, özellikle yeni halka arzı yapılanlarda son piyasa çöküşüyle ortaya çıkan büyük zararlar tam bir felaketti. 1961-62'de de hemen hemen eş değerde düşüşlere şahit olduğumuzdan bu eşi görülmemiş bir şey değildi ama bazı yatırım fonlarının aşırı spekülatif ve aşırı değerlenmiş hisselerde yüklü yatırımları olması açısından yeni bir

1. Securities and Exchange Commision'a (SEC) (A.B.D.'nin SPK gibi denetleyici teşkilatı) arz için kayıtlı olmayan ve alımın yatırım için yapıldığına dair alıcının mektup yazdığı hisse senetleri.

unsur içeriyordu. Başka yerlerde elde edilen büyük başarılar için belki coşku yerindedir ama Wall Street'de bunların sonucu hep hüsran çıkar. Bu uyarının yalnız acemiler için yapılmamış olduğunu hep hatırda tutmak gerekir.

Çözmemiz gereken ana sorun, birinci kalitedeki tahvillerin faiz oranlarındaki yükseliştir. 1967 sonlarından beri, yatırımcının bu tahvillerden elde ettiği getiri, kâr paylarından elde ettiklerinin iki katı oldu. 1972 başında, sanayi hisselerindeki %2.76 getiriye karşılık yüksek kalite tahvillerdeki getiri %7.19 idi. (1964'de bu rakamlar sırasıyla %4.40 ve %2.92 idi.) 1949 yılında bu kitabı ilk yazdığımızda bu rakamların tam aksi yönde olduğuna (tahviller %2.66, hisseler %6.82 getirdi) inanmak güç[2]. Daha önceki baskılarda istikrarlı bir şekilde muhafazakar yatırımcının portföyünün en az %25'inin hisse senetlerinden oluşmasından ve iki araç arasındaki dengenin 50-50'de tutulmasından yana olmuştuk. Şimdi artık tahvil getirilerinin hisse getirilerine oranla büyük üstünlüğünün, daha mantıklı bir denge kurulana dek, portföyün tümünü tahvillerden oluşturmayı gerektirip, gerektirmediğini düşünmeliyiz. Doğal olarak, enflasyonun devam edip etmeyeceği, kararımızı etkileyecek en önemli etken olacaktır. Bu konuya da bir bölüm ayırıyoruz.

Geçmişte, bu kitabın hedeflediği iki tür yatırımcı -"savunmacı" ve "girişimci"- arasında temel bir ayırım yapmıştık. Savunmacı (veya pasif) yatırımcının ana amacı ciddi yanlış veya kayıplardan kaçınmak olacaktır. İkinci amacı ise, yatırımcıyı, tüm zamanını bu işe vermekten ve sık sık karar verme durumunda bırakmaktan uzak tutmaktır. Böylece yatırımcı piyasa dalgalarından duygusal olarak etkilenmekten de kurtulur.

Girişimci (aktif veya saldırgan) yatırımcının esas özelliği hem daha sağlam, hem de ortalamadan daha cazip hisselerin seçimine zaman ve dikkatini adama isteğidir. Bu tür yatırımcının yıllar boyu o ek beceri ve gayreti karşılığında pasif yatırımcının gerçekleştirdiği ortalama getiriden daha fazla getiri almasını beklemek doğaldır. Bugünün koşullarında aktif yatırımcının pasif türden olanın üzerinde çok büyük getiriler sağlayabileceği hakkında şüphelerimiz var. Ama gelecek yıl veya yıllarda koşullar değişebilir. Bu yüzden, dikkatimizi girişimci yatırımın sunduğu, daha önceki dönemlerde mevcut olan ve tekrar ortaya çıkabilecek olanaklarda toplamaya devam edeceğiz.

Başarılı yatırım yapmanın sırrının gelecekte büyüme olasılığı yüksek olan sanayı sektörlerini ve bu sektörlerdeki en iyi firmaları belirlemede yattığı görüşü uzun zamandır yaygın olarak geçerliliğini korumakta. Örneğin, akıllı yatırımcılar -veya onların akıllı danışmanları- çok önceden bil-

2. Bunlar Moody's'in AAA tahvil ve sanayi hisseleri için yayınladığı rakamlardır.

gisayar sanayiinin ve elbette özellikle International Business Machines'in (IBM) büyüme olasılıklarının farkına varmış olacaklardı. Aynı şey diğer büyümeye aday sektör ve firmalar için geçerliydi. Ama geriye dönük bakıldığında bu öyle göründüğü kadar kolay değil. İşin başında bu konuyu iyi anlamak için buraya ilk kez 1949 baskısında kullandığımız bir paragrafı ekleyelim.

> Örneğin böyle bir yatırımcı, geleceğinin şimdiki piyasa trendinin aksettirdiğinden çok daha parlak olduğuna inandığı hava taşımacılığı hisselerinin alıcısı olabilir. Bu sınıf yatırımcı için, kitabımızın değeri, bu yolda ona yardımcı olacak pozitif tekniklerden ziyade çok tutulan bu yatırım yaklaşımının getirdiği tuzaklar hakkında yapılan uyarılarda yatmaktadır.

Bu tuzaklar özellikle de yukarıda adı geçen sektörde tehlikesini gösterdi. Havayollarının gelecekte müthiş bir gelişme göstereceğini tahmin etmek kolaydı. Bu unsur yüzünden hisseler yatırım fonlarının gözdesi haline geldi. Ciroların artmasına rağmen -bilgisayar sektöründen bile fazla bir artış hızıyla- teknolojik sorunlarla kapasite kullanımının patlaması bir araya gelince kârlarda dalgalanmalara ve hatta facialara yol açtı. 1970 yılında, havayolları rakamları tarihin en yüksek seviyelerinde olmasına rağmen havayolları hissedarlarına 200 milyon $ kaybettirdi. (1945 ve 1961'de de zararlar vardı.) Bu firmaların hisseleri 1969-70'de tekrar genel piyasadan daha fazla bir düşüş gösterdi. Kayıtlar, yüksek maaşlı yatırım fonu uzmanlarının bile büyük ve gizemliliği bulunmayan bir sektörün nispeten kısa vadeli geleceği hakkında yanıldığını gösteriyor.

Öte yandan, yatırım fonlarının IBM üzerinde hatırı sayılır miktarlarda yatırım ve kârları vardı ama fiyatların besbelli pahalılığı ve büyüme oranı hakkında kesin tahmin yürütme olanaksızlığının birleşimi, bu harika performans gösteren kağıda yatırılan miktarların toplam mevcut fonların %3'ünden fazla olmasını engellemişti. Bu yüzden de bu harika seçimin genel sonuçlar üzerinde etkisi az olmuştu. Buna ek olarak, bu fonların bilgisayar sektörünün diğer firmalarına olan yatırımlarının bazıları hatta çoğunluğu zarar gösteriyordu. Bu iki geniş örnekten okuyucularımız için iki ders çıkarıyoruz:

1. Bir iş kolunun fiziksel büyümesindeki açıkça belli olanaklar, yatırımcılar için yine açıkça belli kârlara yansımıyor.
2. Uzmanların güvenilir birer gelecek vaat eden firma ve sektörleri seçme ve onlara odaklanma yöntemi yok.

Yazar, finansal meslek hayatında bir fon yöneticisi olarak bu yaklaşımı kullanmadığından, özel önerilerde bulunacak veya bu yöntemi denemek isteyenlere teşvik verecek durumda değildir.

O halde bu kitabın amacı nedir? Ana amacımız okuyucunun önemli yanlışlar yapmasını önlemek ve rahat olabileceği politikalar geliştirmektir. Yatırımcı psikolojisinden de bir hayli bahsedeceğiz. Çünkü, yatırımcının en büyük sorunu ve hatta en büyük düşmanı yine kendisidir. ("Hata, sevgili yatırımcılar, yıldızlarımızda veya hisselerimizde değil, bizdedir...") Bu görüş, son yıllarda muhafazakar yatırımcıların bile hisse senedi sahibi olmaları ve dolayısıyla ister istemez kendilerini hisse senedi piyasasının heyecan ve ayartmalarına maruz bırakmaları nedeniyle doğruluğunu ispat etmiştir. Karşı savlar, örnekler ve önerilerle okuyucularımızın yatırım kararlarını verirken doğru zihinsel ve duygusal davranış biçimlerini oturtmalarına yardımcı olmayı umuyoruz. Yaradılış ve davranış biçimleriyle yatırım sürecine iyi uyan "ortalama " insanların, finans, muhasebe ve hisse senedi piyasası hakkında geniş bilgiye sahip olmalarına rağmen bu davranış biçimlerine sahip bulunmayan insanlardan çok daha fazla paralar kazanıp, bu paraları kaybetmeden muhafaza edebildiklerinin birçok örneğine tanık olduk.

Buna ek olarak, okuyucuya bir ölçme veya sayıya dökme eğilimi kazandırmayı umuyoruz. 100 hisseden 99'u için, bazı fiyat seviyelerinin ucuz, diğerlerinin satış yapılacak kadar pahalı olduğunu söyleyebiliriz. Yatırım dünyasında, istenen fiyata karşın ne ödendiğini karşılaştırma huyu paha biçilmez bir niteliktir. Yıllarca önce bir kadın dergisinde, okuyucularımıza hisse senetlerini parfüm alır gibi değil de bakkaliye alış verişlerini yaparmış gibi almalarını önermiştik. Son yılların en büyük kayıpları alıcının fiyatını sormadan aldığı hisse senetlerinde gerçekleşmiştir.

1970 Haziran'ında, "Kaça" sorusu, yüksek kaliteli kamu tahvillerinin getirisi olan %9.4 rakamıyla cevaplandırılabilirdi. Şimdi bu %7.3'e düştü ama bu seviye bile bizi "Başka ne cevap olabilir ki?" sorusunu sormaya itiyor. Fakat başka cevaplar da olasıdır ve bunların dikkatlice göz önünde bulundurulması gerekir. Öte yandan, hem bizlerin hem de sizlerin, örneğin 1973-1977 döneminin getireceği koşullar için hazırlıklı olmamız gerektiğini de tekrarlıyoruz.

Bu yüzden, bir kısmı her iki sınıf yatırımcının da ilgi alanına giren, diğer kısmının da esas olarak girişimci gruba hitap ettiği pozitif bir programı ayrıntılarıyla sunacağız. Garip olabilir ama, buradaki temel koşullarımızdan biri olarak, okurlarımızın yatırımlarını, maddi varlıklarının değerinin fazla üstünde bir fiyatı olmayan hisse senetleriyle sınırlamalarını önereceğiz. Bu modası geçmiş gibi görünen önerinin nedenleri hem pratik hem de psikolojiktir. Deneyim, net varlıklarının birkaç misli değeri olan birçok iyi büyüme hissesi olmasına rağmen, bu hisselerin alıcısının hisse senedi piyasasının dalgalanma ve kaprislerine maruz kalacağını bize öğretti. Bunun aksine, net varlıklarıyla aşağı yukarı eş değerde bulunan kamu kağıtlarının sahipleri kendilerini, hisse senedi piyasası bunun aksini

iddia etse bile, makul bir fiyatta satın alınmış sağlam ve büyüyen bir işin hissedarı olarak görebilirler. Böylesine muhafazakar bir politikanın nihai sonucu, büyük bir olasılıkla, beklenen büyük çapta bir büyümenin görkemli ve tehlikeli evrenindeki heyecanlı maceralardan daha iyi olacaktır.

Yatırım sanatının genelde kıymeti bilinmeyen bir niteliği vardır. Sıradan yatırımcı fazla gayret göstermeden ve fazla kabiliyete gereksinimi olmadan görkemli olmasa da takdire değer bir sonuca ulaşabilir. Ama bu sonuç, kolay sağlanabilir standart uygulama ve bir nebze deneyimden biraz daha fazla şey gerektirir. Yatırım programınıza sadece "biraz daha" bilgi ve kurnazlık katmaya kalkarsanız, normal sonuçlardan biraz daha iyi bir sonuca ulaşacağınıza daha kötüye gittiğinizi görürsünüz.

Herkes temsili bir sepet hisse senedini alarak endeksin getirisini yakalayabileceğine göre, endeksten daha fazla getiri sağlamak kolay bir işmiş gibi görünebilir. Ancak gerçek hayatta bunu deneyip de başarısızlığa uğramış insanların oranı çok yüksektir. O tüm deneyimli çalışanlarıyla yatırım fonlarının çoğunluğu bile genel hisse senedi piyasasından daha kötü bir performans göstermişlerdir. Buna bağlı olarak, aracı kurumların yayınladıkları hisse senedi piyasası tahminlerine bakılırsa, elimizde bu tahminlerin yazı-tura atmaktan fazla bir değeri bulunmadığının kanıtları mevcuttur.

Bu kitabı yazarken yatırım dünyasının bu tür tuzaklarını akılda tutmaya çalıştık. Basit bir portföy politikasının erdemi, yüksek kalite tahvil ve iyi çeşitlendirilmiş bir önder hisse senetleri sepetinin alınmasıdır. Bu da bir uzmanın az bir yardımıyla herhangi bir yatırımcının yapabileceği bir iştir. Bu sağlam ve güvenli alanın dışındaki macera, özellikle yaradılış ve davranış biçimi alanında, zorluklarla bezenmiştir. Böyle bir maceraya atılmadan önce, yatırımcı kendinden ve danışmanlarından emin olmalıdır. Özellikle yatırım ile spekülasyon ve piyasa fiyatıyla gerçek değer arasındaki fark kavramlarını açıkça anlayıp anlamadıklarından...

Güvenlik ilkeleri üzerine sağlamca oturtulmuş azimli ve kararlı bir yaklaşım çok şık getiriler getirebilir. Ama defansif yaklaşımın meyveleri yerine bu getiriler hedef alınmadan önce yatırımcı, kendi kendini iyi sınamalıdır.

Son bir geriye dönük düşünce: Genç yazar Haziran 1914 yılında Wall Street'e girdiğinde hiç kimsenin gelecek yarım yüzyılın neler getireceği hakkında bir fikri yoktu. (Hisse senedi piyasası, iki ay içerisinde bir dünya savaşının çıkıp da borsayı kapatacağından şüphelenmemişti bile.) Şimdi, 1972'de, dünyadaki en zengin ve güçlü ülkeyiz. Ama başımızda yine çok büyük sorunlar var. Gelecekten emin olmamızı endişeler engelliyor. Ne var ki, dikkatimizi Amerikan yatırım deneyiminde toplarsak son 57 yılın getirdiklerinden epey memnun olmak gerekir. Piyasanın önceden görülemeyen tüm kazalarına ve tüm iniş çıkışlarına rağmen, sağlam yatırım ilke-

lerinin genelde sağlam sonuçlar sağladığını gördük. Bunun bu şekilde devam edeceğini de varsayabiliriz.

Okuyucuya not: Bu kitap tasarruf sahiplerinin ve yatırımcıların genel finansal politikalarına yönelik değildir. Sadece fonların piyasada alınıp satılabilen (hisseler ve tahviller) menkul kıymetlere yatırmaya razı oldukları kısımlarıyla ilgilenmektedir. Sonuçta, tasarruf hesapları, tasarruf ve kredi kuruluşları hesapları, hayat sigortası, anüiteler ve ipotek kredileri gibi diğer önemli yatırım sahalarına girmeyeceğiz. Okuyucu, bu metinde "şimdi" lafı geçtiği zaman, söz konusu olan tarihin 1971 sonları veya 1972 başı olduğunu akılda bulundurmalıdır.

BÖLÜM

1

Yatırıma Karşı Spekülasyon: Akıllı Yatırımcının Hedeflediği Sonuçlar

Bu bölümde kitabın geri kalanı boyunca ele alınacak bakış açılarının bir özetini vereceğiz. Özellikle başlangıçta geliştirmek istediğimiz, bireysel ve profesyonel olmayan yatırımcı için uygun bir portföy politikası kavramıdır.

Yatırıma karşı Spekülasyon

"Yatırımcı" teriminden ne anlıyoruz? Bu kitap boyunca, bu terim, "spekülatör" terimine karşıt anlamlı olarak kullanılacak. 1934'e geri gittiğimizde, Menkul Kıymet Analizi *(Security Analysis)*[2] isimli ders kitabımızda bu iki terim arasındaki kesin ayırımı şöyle yapmıştık: "Kapsamlı bir analizin, anapara güvencesi ve yeterli bir tutarda getiri öngördüğü işlem, bir yatırımdır. Bu tanıma uymayan diğer tüm işlemler spekülatiftir."

Son 38 yılda bu tanıma sıkı sıkıya bağlı kalmış olsak da bu süre içerisinde "yatırım" teriminde meydana gelmiş olan bir takım değişikliklerden de bahsetmek gerekir. 1929-1932 yıllarındaki büyük krizden sonra tüm hisselerin doğasının spekülatif olduğu kabul ediliyordu. (Ünlü bir uzman, o yıllarda sadece tahvillerin birer yatırım aracı olarak satın alınabileceğini iddia ediyordu.[2]) Bu yüzden kendi tanımımızı, yatırım kavramına çok geniş bir kapsam getirdiği suçlamalarına karşı savunmak zorunda kalmıştık.

Şimdi ise endişelerimiz aksi yönde. Son zamanlarda "yatırımcı" teriminin hisse senedi piyasasındaki "herkes" anlamına geldiğini düşünenler var. Okurlarımız bu yanılgıya kesinlikle düşmemeli. Son baskımızda Haziran

1. Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle ve Charles Tatham, McGraw-Hill, 4. Baskı, 1962.
2. Bu, Lawrence Chamberlain'in *Yatırım ve Spekülasyon* isimli makalesinden alınmıştır.

1962'de önde gelen finansal gazetelerin birinin ilk sayfasındaki bir haber manşetini örnek göstermiştik:

MORALİ BOZUK KÜÇÜK YATIRIMCI, AÇIĞA LOT ALTI SATIŞ YAPIYOR

1970 Ekim'inde, aynı gazetenin editoryal makalesi bu kez de alış tarafına aceleyle atlayan "dikkatsiz yatırımcıları " eleştirmişti.

Bu örnekler, yatırım ve spekülasyon kelimelerinin kullanımı üzerindeki yıllar boyu süregelen kavram kargaşasını sergiliyor. Yatırımın yukarıda önerdiğimiz tanımını düşünün. Sonra sattığı şeye sahip bile olmayan ve onu çok daha düşük bir fiyattan geri alma fırsatını yakalayacağına dair kuvvetli bir inancı bulunan deneyimsiz bir kişinin yaptığı açığa satış işlemi ile karşılaştırın. (1962 makalesi yayınlandığında piyasanın zaten büyük bir düşüş gösterdiğini ve daha büyük bir çapta yükselişe hazırlandığını söylemek de yanlış olmaz. Açığa satış yapmak için ondan daha kötü bir zaman olamazdı.) Dilin yanlış kullanımı, çok zaman ciddi sonuçlar doğurabiliyor. Esasında "dikkatsiz yatırımcı" deyimi, "savurgan pintiler" deyimi kadar çelişkili ve saçmadır.

Gazete, bu gibi durumlarda hep "yatırımcı" terimini kullanıyordu, çünkü Wall Street'in rahat konuşma dilinde, bir menkul kıymet alıp satan herkes yatırımcıdır. Yatırımcı kelimesi kullanılırken, kişinin hangi fiyattan ne aldığı, kredi ile mi yoksa nakit ödeyerek mi aldığına hiç bakılmaz. Bunu, 1948'de halkın hisse senetlerine karşı olan genel tavrıyla karşılaştırın. O günlerde, Federal Reserve Board (Merkez Bankası Yürütme Kurulu) tarafından yapılan bir piyasa araştırmasına göre halkın %90'ı hisse senedi alım satımına karşıydı. Bu kişilerin yarısı neden olarak piyasanın bir "kumar" olduğunu görmelerini, diğer yarısı da piyasaya "aşina" olmadıklarını göstermişlerdi. Ne tuhaftır ki, her türlü hisse senedi alımı, fiyatların çok cazip ve tarihin en büyük yükselmesinin başlamak üzere olduğu bir dönemde, son derece riskli ve spekülatif olarak değerlendirilmişti. Bunun tam tersi olarak, *geçmiş deneyimin* gösterdiklerine göre tehlikeli seviyelere kadar bir yükseliş olduğu zamanda da bu işe "yatırım", tüm hisse senedi alanlara ise "yatırımcı" ismi takılmıştı.

Yatırım ve spekülasyon terimleri arasında bir ayırım yapılması her zaman yararlıdır. Son zamanlarda bu ayrımın yok olmaya yüz tutmasını endişe verici buluyorum. Bir "kurum" olarak Wall Street'in bu ayırımı tekrar yerleştirmesi ve devamlı vurgulaması gerektiğini hep söylemişizdir. Aksi takdirde, borsalar bir gün çok ağır spekülatif kayıplara maruz kalan kişilerce yeteri kadar aydınlatılmadıkları suçlaması ile karşı karşıya kalacaktır.

İşin garibi kaybedenler yalnız deneyimsiz bireyler değil. Birçok borsa firması, sermaye fonlarına spekülatif hisseleri dahil ettiği için sıkıntıya düştü.

Bu kitabın okurunun hisse senetlerinin içerdiği riskler, sundukları kâr fırsatlarıyla aynı düzlemde olan ve birlikte hesaplanması gereken bu riskler, hakkında iyi bir fikir sahibi olacağına inanıyoruz.

Günümüzde bir kişinin piyasa veya kotasyon riski bulunmayan bir fiyat düzeyini bekleyerek alım yapmasını sağlayacak yüzde 100 güvenceli bir yatırım politikasından bahsetmek artık imkansızdır. Yatırımcı artık hisse senedi portföyündeki *risk unsurunu* kabul etmelidir. Bu unsuru küçük limitler içinde tutmak ve kısa veya uzun vadeli kötü sonuçlara maddi ve manevi olarak hazırlıklı olmak onun görevidir.

Hisselerin içerdiği spekülatif unsurdan ayrı olarak hisse senedi spekülasyonu hakkında iki paragraf daha eklemek istiyorum. Spekülasyon yapmak, yasa dışı, etik olmayan ve çoğu kimsenin inandığı gibi bir cüzdan şişirici bir eylem değildir. Hatta, büyük kâr fırsatları veya zarar tehlikeleri mevcut olduğundan ve bu risklerin başka ellere transfer edilmesi gerektiğinden bir miktar spekülasyon gerekli ve kaçınılmazdır. Akıllı yatırım olduğu gibi, akıllı spekülasyon da vardır. Ama akılsız spekülasyon yapmanın da çok yolu bulunur. Bunların başında şunlar gelir: (1) Yatırım yapıyorum diye spekülasyon yapmak; (2) yeteri kadar bilgi ve beceri sahibi olmayanların bir yan uğraş olarak değil de ciddi olarak spekülasyon yapmaları; (3) spekülasyonda gücünün yettiğinden daha fazla parayı risk etmek.

Bizim muhafazakar bakış açımızda, depozitli (margin) veya kredili iş yapan, *otomatik olarak* spekülasyon yapmaktadır ve onu uyarma görevi brokerine düşer. "Patlayacak" bir kağıdı alan herkes ya spekülasyon yapmakta veya kumar oynamaktadır. Spekülasyon yapmak hep büyüleyici bir şeydir ve öndeyken hep eğlencelidir. Eğer şansınızı denemek istiyorsanız bu amaç için ayırdığınız bir fona sermayenizin bir kısmını -ne kadar azsa o kadar iyi- ayırın. Asla sırf piyasa yükseldiği veya kârların akmaya başladığı için bu fona daha fazla para eklemeyin. (Aslında, bu aşama kârların toplanıp spekülatif fondan para çekileceği zamandır.) Asla yatırım ve spekülatif işlemlerinizi ve düşüncelerinizi aynı hesapta uygulamaya sokmayın.

Savunmacı Yatırımcının Amaçladığı Sonuçlar

Savunmacı yatırımcıyı zaten güvence arayan ve zahmetten kaçan kişi olarak tanımlamıştık. Genelde, "normal ortalama koşullar" altında -eğer böyle birşey varsa- hangi yolu takip etmeli, nasıl bir getiri beklemelidir? Bu soruları cevaplamak için ilk önce bu konu hakkında yedi yıl önce neler yazdıklarımıza ve daha sonra o günden bu yana yatırımcının beklediği getiriyi etkileyecek ne gibi önemli değişiklikler olduğuna bir göz atalım. Daha sonra yatırımcının bu günün koşullarında (1972 başı) ne yapması ve neler beklemesi gerektiğini inceleyeceğiz.

1. Altı yıl önce ne demiştik?

O zaman yatırımcının varlıklarını, yüksek kaliteli tahvillerle hisse senetleri arasında şöyle paylaştırmasını önermiştik: Tahvillere yatırılan paranın oranının %25'in altına inmemesi, ancak yüzde 75'i de aşmaması gerektiğini belirtmiştik. Portföyün hisse senedi kısmında da limitler yine yüzde 25 ve yüzde 75 olmalıydı. En kolay seçenek ise yüzde 50-50'ydi. Bu oranlarda yüzde 5'i aşan durumlarda ise ayarlamalarla eski orana dönülmesi gerektiğini vurgulamıştık. Alternatif bir politika ise, "piyasa tehlikeli olacak seviyelere yükselmişse" hisse senetleri kısmını %25'e çekmek, veya "hisse senetlerindeki bir düşüşün fiyatları çok cazip hale getirdiği" durumlarda %75'e yükseltmek olabilirdi.

1965'de yatırımcı vergiye tabi yüksek kaliteli tahvillerde %4.5, vergiden muaf iyi tahvillerde de %3.25 getiri sağlayabiliyordu. Önde gelen hisse senetlerinde ise kâr payı getirisi (DJIA 892 iken) %3.2'lerde kalmıştı. Bu oranlar ve diğer veriler ihtiyatlı olmayı gerektiriyordu.

Yatırımcı hisse senedi alımlarında, "normal piyasa seviyelerinde", %3.5-4.5 arası bir ön kâr payı getirisi gerçekleştirebilecekti. Buna aynı miktarda bir hisse senedi sepetindeki hisselerin değerlerindeki düzenli artış da ("normal piyasa fiyatlarında") eklenirse yılda %7.5 gibi bir kâr payı ve sermaye getirisi sağlayabileceğini ima etmiştik. Tahviller ve hisse senetleri arasındaki bu yarı yarıya paylaştırmanın vergi öncesi %6'lık bir getirisi vardı. Sepetteki hisse senedi payının, bir yüksek enflasyon durumunda ortaya çıkacak alım gücü kaybına karşı yeterli derecede bir koruma sağladığını da eklemiştik.

Burada, yukarıda yaptığımız hesapların, 1949-1964 arası gerçekleşenden çok daha az bir yükseliş beklentisine göre yapıldığını da belirtmek gerekir. Genel olarak hisse senetleri bu dönemde %10'dan daha iyi bir getiri sağlamıştı ve gelecekte de aynı tatmin edici getirilerin sağlanabileceğine inanılıyordu. Geçmişteki bu hızlı yükselişin şimdiki fiyat seviyelerini "çok yüksek" duruma getirdiğini ve bu yüzden 1949'dan beri gerçekleşen o harika sonuçların gelecek için "pek iyi olmak bir yana kötü sonuçlar"ı[3] işaret ettiğini kimse aklına getirmiyordu bile...

2. 1964'den bu yana neler oldu?

1964'den beri ortaya çıkan en büyük değişiklik, 1970'in en düşük fiyatlarından bu yana hatırı sayılır bir yükseliş olmasına rağmen, birinci kalite tahvillerin faiz oranlarındaki rekor yükselişlerdir. 1964'ün %4.5 oranı ile karşılaştırılırsa, şimdi şirket tahvillerindeki oranlar %7.5 seviyelerinde. Bu-

3. 1965 baskısı, sayfa 8

nunla beraber, 1969-70 piyasa düşüşü esnasında DJIA tipi hisselerdeki kâr payı getirisi de fena olmayan bir yükseliş gösterdi, ama bu yazının yazılışı sırasında (şimdi Dow 900'de) 1964'ün %3.2'sine karşılık %3.5'da duruyor. Faiz oranlarındaki değişiklik, bu dönem içerisinde orta vadeli tahvillerin (20 yıllık diyelim) piyasa fiyatlarında en fazla %38'lik bir düşüşe yol açtı.

Bu gelişmelerin çelişkili bir yönü var. 1964'de, hisse fiyatlarının çok yükseldiğini ve ciddi bir düşüşe maruz kalabileceklerini tartışmış, fakat aynı düşüşün yüksek kaliteli tahvillerde de görülebileceğini göz önüne almamıştık. (Bunu bizim tanıdığımız başka bir kimse de yapmadı.) Ama "Faiz oranlarındaki değişmelere tepki olarak uzun vadeli tahvillerin fiyatlarında da büyük değişiklikler olabileceği" hakkında bir uyarı yapmıştık (90. sayfada). O zamandan bu yana olan bitenin ışığı altında örnekleriyle birlikte verilen bu uyarının yeterli şekilde vurgulanmadığını düşünüyoruz. Çünkü, 1964'de DJIA 874 iken hisse senedi sahibi olan bir yatırımcı, 1971'de küçük bir kâr realize edecekti. 1970'in en düşük noktasında bile (631) zararı uzun vadeli tahvillerdekinden az olacaktı. Öte yandan, yatırımcı tahvil tipi yatırımlarını Amerikan tasarruf bonoları, kısa vadeli şirket tahvilleri veya mevduat hesaplarıyla sınırlamış olsaydı, bu dönemde anaparasında zarar ortaya çıkmayacak ve hisse senetlerinden daha iyi bir getiri gerçekleştirecekti. Böylece, enflasyonist bir ortamda nakit tutmaya alternatif olarak hisse senedi yatırımının daha akılcı olacağı kuramına rağmen, 1964'de "nakit benzeri yatırımlar" hisselerden daha iyi getiri sağladı. Uzun vadeli tahvillerin kote edilen anapara değerlerindeki düşüş, para piyasalarındaki gelişmelerden kaynaklanıyordu. Genelde bireylerin yatırım politikaları üzerinde önemli bir etki yapmayan para piyasası, bu kez etkili olmuştu.

Bu olay menkul kıymet fiyatlarının önceden kestirilemiyeceğini gösteren sayısız deneyimden bir tanesidir. Hemen her zaman tahviller hisselerden daha az dalgalanır ve yatırımcılar genelde piyasa değerlerindeki değişiklikler hakkında endişe duymadan her hangi bir vadeli iyi tahvilleri alabilir. Bu kurala birkaç istisna vardır ve bunlardan biri de 1964 sonrası dönemde oluştu. Daha sonraki bir bölümde tahvil fiyatlarındaki değişmelerden bahsedeceğiz.

3. 1971 Sonu ve 1972 Başında Beklentiler ve Politika

1971'in sonuna doğru, orta vadeli iyi kaliteli şirket tahvillerinde %8'lik vergiye tabi, yine iyi kaliteli devlet veya yerel yönetim tahvillerinde %5.7'lik vergiden muaf getiri elde etme imkanı vardı. Yatırımcı, daha kısa vadelilerde, örneğin 5 yıllık devlet tahvillerinde %6 alabiliyordu. Bu ikinci durumda, yatırımcı piyasa fiyatları hakkında endişe duymadan nispeten kısa bir süre içerisinde anapara artı %6 faizini garanti ediyordu. Oysa 1971'de 900'lerde bulunan DJIA ancak %3.5 getiriyor.

Geçmişte olduğu gibi şimdi de verilecek temel politika kararının, fonun yüksek kalite tahviller ile önde gelen DJIA türü hisseler arasında nasıl paylaştırılacağı olduğunu varsayalım. Yakın gelecekte önemli bir yukarı veya aşağı hareket beklemiyorsak, mevcut koşullar altında yatırımcı kendisine nasıl bir yol çizmelidir? İlk olarak şunu ifade edelim ki, ciddi bir ters hareket olmazsa, savunmacı yatırımcının elinde tuttuğu hisse senetlerinin değerlenmesinden %4, kâr paylarından da %3.5'luk bir getiri sağlamayı beklemesi gerçekçi olacaktır. Daha sonra da açıklayacağımız gibi, bu değerlenmenin temelinde bu şirketlerin dağıtmadıkları kârlarını yeni yatırımlara kullanışları yatıyor. Böylece yatırımcının getirisi toplam %7.5 (vergi öncesi) olacaktır. Vergilerden sonra hisselerin ortalama getirisi %5.3'e düşmektedir.[4] Bu da mevcut iyi kalite, orta vadeli, vergiden muaf tahvillerle hemen hemen aynıdır.

Bu beklentiler, tahvillerle karşılaştırdığımızda hisse senetleri için 1964 analizimizden daha kötüdür. (Bu sonuç 1964'den bu yana tahvil getirilerinin, hisse getirilerinden kaçınılmaz olarak çok daha fazla artmasından ileri gelmektedir.) İyi kalite tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinin çok daha fazla güvencede olduğu gerçeğini ve dolayısıyla hisse senetlerinin değerlenmesi ve kâr paylarının artmasından çok daha olası olduğunu hiçbir zaman gözden uzak tutmamalıyız. Sonuç olarak, 1971 sonuna doğru, tahvillere yatırımın hisse senetlerine yatırım yapmaktan daha cazip olduğu yargısına varmak zorundayız. Bu yargının doğru olduğundan emin olabilseydik savunmacı yatırımcıya tüm parasını tahvillere yatırmasını ve mevcut getiri ilişkisi hisseler lehine önemli bir miktarda değişene dek hisse senetlerinden uzak kalmasını önerirdik.

Ama ne yazık ki bu konuda da bir güvence yok. Okur, ayrıca enflasyon unsurunu önemli bir neden olarak düşünmek durumundadır.

Gelecek bölümde, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki enflasyon konusundaki hatırı sayılır deneyimimizin, mevcut getiri farklarında tahvillere karşı hisse senedi seçimini desteklemediğini öne süreceğiz. Ama her ne kadar biz uzak görsek de her zaman hızlanacak bir enflasyon olasılığı bulunur. Artan enflasyon da, şu veya bu şekilde, sabit getirili tahvillere karşı hisse senetlerini daha cazip kılacaktır. Bizim düşük olasılık tanıdığımız başka bir seçenek de Amerikan şirketlerinde kârlılığın hızla artması ve hisse senedi değerlerini yükseltmesidir.

Son bir olasılık daha var: Temel değerler açısından gerçek bir neden ortaya çıkmadan hisse senedi piyasasında spekülatif bir yükselmeye de tanık olabiliriz pekâlâ.

Bu nedenlerden herhangi bir tanesi ve belki de bizim bulamadığımız diğerleri, mevcut cazip getiri seviyelerinde bile, fonların tamamının tahvil-

4. Burada tipik bir yatırımcı için, en üst vergi dilimi olan %40 (kâr payları için) ve %20 (sermaye kazançları için) varsayılmıştır.

lere yatıran yatırımcının üzülmesine yol açabilir.

Bu yüzden, önemli unsurların bu kısa özetinden sonra, biz yine yatırımcı için o aynı uzlaşma politikasını öneriyoruz. Yatırımınızın bir kısmını tahvillere, kalanını hisse senetlerine yapın. Biz, 50-50'lik bir paylaştırma veya vardıkları yargıya göre asgari %25 azami %75 arası oynayan bir oranlama kullanılmasını hâlâ doğru görüyoruz. Bu alternatif politikalar hakkında daha ayrıntılı görüşlerimizi daha sonraki bir bölümde vereceğiz.

Şu anda hisse senetlerinde alınabilecek toplam getiri, tahvillerle aynı göründüğünden yatırımcı, fonlarını bu iki araç arasında nasıl paylaştırırsa paylaştırsın, mevcut beklentiler dahilindeki getiri oranları (hisse senetleri fiyatlarının artması dahil) fazla değişmeyecektir. Yukarıda hesaplandığı gibi, her iki araçtan elde edilecek toplam getiri vergi öncesi %7.8, vergilerden sonra %5.5 olacaktır. Bu oranlar, tipik bir muhafazakar yatırımcının geçmişte elde ettiğinden hatırı sayılır bir miktarda daha fazladır. Bu oranlar 1949 sonrasındaki 20 yıllık boğa piyasasının %14'üyle karşılaştırıldığında pek cazip görünmeyebilir. Ancak 1949-69 arası DJIA'nın 5 kat arttığını ama buna karşılık kazanç ve kâr payları artışının yalnız iki katında kaldığını da unutmamak gerekir. O dönemin muhteşem performansının temelinde, şirketlerin gerçek değerinin artışından çok, yatırımcıların ve spekülatörlerin davranış biçimlerinde yaşanan değişiklikler yatmaktaydı. Buna bir bakıma "kendi yağıyla kavrulma operasyonu" da denilebilir.

Savunmacı yatırımcının hisse senedi portföyünden bahsederken hep Dow Jones Sanayi Endeksi'nin içerdiği 30 şirkete ait "öncü" hisse senetlerini konu aldık. Bunu sadece o hisseler alınmalı diye değil, hesapta kolaylık olsun diye yaptık. Aslında, aynı nitelikte birçok hisse senedi daha vardır. Kamu hizmetleri hisse senetleri de aynı niteliktedir. (Bu şirketlerin de ayrı bir Dow Jones sektör endeksi vardır). Ancak, savunmacı yatırımcının toplam performansının daha çeşitlemeli veya daha temsili bir sepetin performansından farklı olması çok zordur. Daha doğrusu, yatırımcının ne kendisi ne de danışmanları geleceğin, getiriler arasında nasıl bir fark ortaya çıkaracağını bilemez. Becerikli ve akıllı yatırımın püf noktasının genel piyasadan daha iyi performans gösterecek kağıtları seçmek olması gerekir. Ancak piyasa dışı etkenler, savunmacı yatırımcıların ortalama getirilerin üzerine çıkma kabiliyetleri hakkında kuşku duymamıza neden oluyor. Bu kuşkularımız uzmanların yönettiği büyük fonlar için de geçerli.

Anlatmak istediğimizi, ilk başta tam tersini ispat edecekmiş gibi görünecek bir örnekle ifade edelim. Aralık 1960'tan Aralık 1970'e, DJIA 616'dan 839'a çıkarak %36'lık bir artış gösterdi. Ama aynı dönemde, daha geniş kapsamlı olan 500 hissenin Standard&Poor's ağırlıklı endeksi 58.11'den 92.15'e çıkarak %58'lik bir artışı yakaladı. İkinci grubun birincisinden daha iyi bir alışveriş olduğu aşikar. Ama türlü türlü hisse senedinin bir karışımı gibi gözüken büyük bir çeşitlemenin, Dow'un o "30 tiran"ından kesinlikle

daha iyi performans göstereceğini tahmin edecek kadar kim cesur olabilirdi ki? Bu sonuçlar, mutlak veya nisbi fiyat değişikliklerinin, nadiren güvenilir bir şekilde tahmin edilebileceğini, bizim görüşlerimize paralel bir şekilde kanıtlıyor.

Aynı uyarıyı aşağıda bir kez daha tekrar ettiğim için özür dilemeye gerek duymuyorum. Çünkü yatırımcı bu uyarıyı bu kitap dışında sık sık duyamaz: Bir yatırımcı yeni halka arz olunan hisseleri alarak veya iyi "tüyoları" değerlendirerek getirisini ortalamanın üzerine çıkartmayı beklememelidir. Hatta uzun vadede bunun tam tersi geçerlidir. Savunmacı yatırımcı, kendisini uzun bir faaliyet kârlılığına ve kuvvetli mali yapı geçmişine sahip olan önemli şirketlerle kısıtlamalıdır. (Bu listeyi her hangi bir menkul kıymet analisti yapabilir.) Saldırgan yatırımcılar diğer tür hisseleri alabilirler ama bunlar akıllı bir analizin sonucunda kesinlikle cazip olduklarına kanaat getirilmiş kağıtlar olmalıdır.

Bu bölümü sonuçlandırmak için savunmacı yatırımcıya uygun üç ek kavram veya uygulamadan kısaca bahsedelim. Birincisi, kendi hisse portföyünü oluşturmak yerine yerleşmiş, sağlam yatırım fonlarının aldığı hisseleri almaktır. Buna ek olarak, çoğu eyalette vakıf ve bankalar tarafından işletilen "vakıf fonları" veya "birleşik fonlar" da kullanılabilir. Elinde büyük tutarda para olanlar, tanınmış yatırım danışmanlığı firmalarına başvurabilir. Bu tercihler, kişinin yatırım programına standart bir çizgide profesyonel bir yönetim kazandıracaktır.

Üçüncü olarak, hisse senetlerine basitçe her ay veya her üç ayda bir aynı tutarda paranın yatırıldığı "dolar maliyeti ortalaması" uygulaması kullanılabilir. Böylelikle, piyasa düşükken, yüksek olduğu döneme göre daha fazla hisse senedi alımı yapılır ve portföyün toplam birim fiyatı daha memnun edici bir seviyeye gelir. Doğrusunu söylemek gerekirse, bu yöntem "formüllü yatırım" denen daha geniş kapsamlı bir yaklaşım olan bir uygulamadır. Bu yöntem, zaten daha önce yaptığımız, portföyde hisse senetleri payının, piyasa hareketine ters yönde olmak üzere en az %25 ile, en çok %75 arasında değiştirilebileceği önerimizde ayrıntıya girilmeden anlatılmıştı.

Bu fikirler, savunmacı yatırımcı için değerlidir ve daha sonraki bölümlerde ayrıntılı olarak kapsanacaktır.

Saldırgan Yatırımcının Amaçladığı Sonuçlar

Bizim saldırgan menkul kıymet alıcımız, elbette savunmacı veya pasif meslektaşından daha iyi bir getiri sağlamayı isteyecek ve bekleyecektir. Ama ilk önce daha kötü bir sonuç elde etmeyeceğinden emin olmalıdır. Wall Street'e büyük bir enerji, uğraş ve doğal yetenekle gelip de kâr yerine

zararla çıkmak büyük bir "beceri" sayılmaz tabii. Eğer bu nitelikler yanlış yola kanalize edilirse, handikap haline gelirler. Onun için, girişimci yatırımcının hangi hareket tarzının makul fırsatlar sunduğu ve hangilerinin sunmadığına dair çok net bir görüş açısıyla işe başlaması çok önemlidir.

İlk olarak, yatırımcı ve spekülatörlerin genelde ortalamadan daha iyi getiriler elde etmeye nasıl uğraştıklarına ilişkin birkaç yönteme göz atalım:

1. PİYASADA İŞLEM. Bu yöntem, hisse senetlerini genel olarak fiyatlar yükselirken almak, geriye dönüş başladığında da satmak anlamına gelir. Seçilen kağıtların piyasa ortalamasına göre daha iyi performans gösterenler arasından seçilmesi daha akla yakındır. Sık sık açığa satış ancak az sayıda profesyonel tarafından uygulanır. Yani, sahip olmadıkları kağıtları satacaklardır ama borsanın yerleşik mekanizması dahilinde bu kağıtları ödünç alacaklardır. Amaçları, gerçekleşecek bir düşüşte bu kağıtları daha düşük bir fiyattan geri alarak kâr etmektir. (Daha önce *Wall Street Journal*'dan kullandığımız alıntıdaki gibi "küçük yatırımcılar" -ne feci bir terim- bile o deneyimsiz halleriyle ara sıra açığa satışta şanslarını denerler.)

2. KISA VADELİ SEÇİCİLİK. Bu yöntem, büyük kârlar açıklamak veya hakkında başka iyi haberler çıkmak üzere olan şirketlerin hisse senetlerini almak demektir.

3. UZUN VADELİ SEÇİCİLİK. Bu yöntemde temel kriter, ileride de devam etmesi beklenen mükemmel bir büyüme geçmişidir. Bazı durumlarda, "yatırımcı", henüz etkileyici bir performans göstermemiş ama daha sonra yüksek bir kâr gücü sergilemesi beklenen şirketleri de seçebilir. (Bu gibi şirketler genellikle bilgisayar, ilaç, elektronik gibi teknolojik bir sektördedir. Bunlar, güzel bir gelecek vaat ettiği varsayılan yeni ürünler veya süreçler geliştirirler.)

Bu tarz uygulamalarla yatırımcının başarıya ulaşma şansının düşük olduğu görüşümüzü daha önce ifade etmiştik. Önce bu tür alım satımları, hem kuramsal hem de gerçekçi nedenlere dayanarak, "yatırım" kapsamı dışında tutmuştuk. Hisse senedinin yukarıdaki türdeki alım-satımları, "geniş kapsamlı bir analiz yaparak, anaparayı güvence altına alıp, iyi de bir getiri sağlayacak" bir işlem değildir.

Daha sonraki bir bölümde "trading" işlemlerini daha ayrıntılı olarak tartışacağız.

Yatırımcı, ister uzun ister kısa vadeli olsun, en parlak gelecek vaat eden kağıtları seçme uğraşında iki tür engelle karşılaşır. Bunlardan birincisi insan hatalarından ikincisi de rekabet ettiği grubun doğasından kaynaklanır. Kişi, geleceği tahmininde yanılabilir. Tahmini tutsa bile gerçekleşmesini beklediği şey hali hazırda piyasa tarafından satın alınmış veya satılmış olabilir. Kısa vadeli seçim alanında bir şirketin içinde bulunduğu yıldaki

performansı, Wall Street'de herkes tarafından bilinen bir haberdir. Gelecek yılın sonuçları ise tahmin edilebilirliği derecesinde ayrıntılı bir şekilde göz altına alınmıştır. Bundan dolayı, kağıt seçimini temel olarak bu senenin iyi sonuçlarına veya kendisine anlatıldığı şekliyle gelecek yılın beklentilerine dayandıran yatırımcı büyük bir olasılıkla başkalarının da, aynı nedenlerden dolayı, aynı şeyleri yaptığını görecektir.

Yatırımcının uzun vadeli beklentilerindeki handikapları temelde aynıdır. Daha önce havayolları örneğinde de gösterdiğimiz gibi tahmin yürütürken daha işin başında yanılma olasılığı, kısa vadeli kârları tahmin etme uğraşına göre daha fazladır. Uzmanlar bu tür tahminlerde çoğu kez yanıldıklarından, Wall Street camiası yanlış tahminler yaparken, yatırımcının doğru tahminler yaparak kâr etmesi imkanı teorik olarak var gibi görünüyor. Ancak sadece teorik olarak... Kaç girişimci yatırımcı, profesyonel analistlerin en gözde uğraşı olan uzun vadeli gelecekteki kârları tahmin etme oyununda onları yenecek sezgi ve kehanet yeteneğine güvenebilir ki?

Dolayısıyla şu şaşırtıcı ama mantıklı sonuca varmak zorundayız: Yatırımcı, sürekli bir şekilde ortalamanın üzerinde performans gösterme şansına ulaşmak için (1) doğal olarak sağlam ve gelecek vaat eden ve (2) Wall Street'de yaygın olmayan politikaları uygulamak zorundadır.

Girişimci yatırımcı için böyle politikalar var mı? Yine kuramsal olarak, cevap "evet" olmalı ve bu cevapların uygulamada da olumlu olmasını gerektiren açık-seçik nedenler var. Spekülatif piyasa hareketlerinin, piyasanın genelinde sık sık ve en azından bazı bireysel kağıtlarda her zaman, her iki yöne de aşırı ölçüde gittiği herkes tarafından bilinir. Buna ek olarak, bir hisse ilgisizlikten veya çoğunluğun peşin hükümlü yaklaşımından dolayı gerçek değerinden ucuz kalabilir. Biraz daha ileri gidip, piyasadaki işlemlerin şaşırtıcı büyüklükte bir miktarının, sağını solunu birbirinden ayırdedemeyen kişilerce gerçekleştirildiğini de iddia edebiliriz. Bu kitapta, fiyatla değer arasındaki uyumsuzluğun birçok geçmiş örneğini göreceğiz. Bu yüzden, rakamlarla arası iyi olan herhangi akıllı bir insanın, diğerlerinin aptallıklarından yararlanarak Wall Street'de yüksek kazanç sağlaması çok kolaymış gibi görünüyor. Fakat işler hep öyle beklendiği gibi gitmiyor. İhmal edilmiş ve dolayısıyla ucuz kalmış bir kağıdı almak ve uzun bir süre beklemek peygamber sabrı gerektiren bir uğraş haline dönüşüyor. Öte yandan çok popüler ve dolayısıyla aşırı değerli bir kağıdı açığa satmak, kişinin cesaret ve dayanıklılığını test ettiği gibi cebinin derinliğini de ölçüyor. Bu sağlam ilkenin başarılı bir şekilde uygulanması imkansız değil ama herkes bu tür bir ustalığı kolay kolay elde edemez.

Toplam riski bu alanda uzmanlaşmış kişiler için asgariye indiren, yıllar boyu %20 veya daha yükseğini getirmeye devam etmiş, bir hayli geniş "özel durum" grubunun da mevcut olduğunu söyleyebiliriz. Ancak bunun için sermaye piyasasının karmaşık yollarını iyi tanımak gerekiyor. Bu yön-

temlerin arasında hisseler-arası arbitraj, tasfiye ödemeleri ve türlü koruma pozisyonları (hedge) var. En tipik vaka, ilân tarihindeki fiyatından çok daha fazla bir değer ortaya çıkaracak olan bir şirket birleşme veya el değiştirmesidir. Bu tür anlaşmaların sayısı son yıllarda önemli bir ölçüde arttı ve bu işin uzmanlarına çok paralar kazandırdı. Ama birleşme duyurularının artmasıyla, birleşmeye engel teşkil eden durumlar ve yarı yolda çöken anlaşmaların sayısı da çoğaldı. Dolayısıyla, bu bir zamanlar güvenilir para kazanma kaynağından, son dönemde birçok kişi zarar etti. Toplam kârlılık oranları belki de çok fazla rekabet yüzünden gittikçe geriledi.

Bu özel durumların azalan kârlılıkları, bu kitabın raf ömrü süresince, azalan getiriler kanununa paralel olarak gelişen bir tür kendi kendini imha edici sürecin bir belirtisi sayılabilir. 1949'da, piyasa dalgalanmalarının geçmiş 75 yıllık analizini hazırlayabilirdik. Bu analiz sayesinde kârlılığı ve mevcut faiz oranlarını temel alarak, DJIA'yı "merkezi" ve "gerçek" değerinin altındayken satın almayı ve bu değerlerin üstüne çıktığında satmayı mümkün kılacak bir düzey belirleyebilirdik. Bu formül, Rothschild'lerin "ucuza al, pahalıya sat" ilkesinin bir uygulamasıydı ve Wall Street'in hisselerin yükseldikleri için alınıp, düştükleri için satılması gerektiğini savunan o kök salmış, muzır ilkesine "kontra" gitme avantajına da sahipti. Ne yazık ki bu formül, 1949'dan sonra artık işlemedi. Benzer bir olayı geçmiş yıllarda da yaşamıştık. Ünlü "Dow Kuramı" da 1897-1933 arasında çok güzel sonuçlar vermişti ama 1934'ten sonra bu teorinin uygulamasına kuşkuyla bakılır oldu.

Eskiden var olmayan bir üçüncü ve son altın fırsat örneği: Wall Street'deki kendi işlemlerimizin büyük bir bölümü, kolayca tespit edilebilen kelepir kağıtlar üzerinde odaklanmıştı. Bunlar, fabrikaları, stokları ve diğer varlıkları dikkate alınmayan ve tüm pasifleri düşüldükten sonra sadece net dönen kıymetlerdeki (işletme sermayesi) payından daha az fiyata işlem gören şirketlerdi. Hisse senetlerinin, bir özel sektör kurumu olarak o şirketin değerinden çok daha az bir fiyata işlem gördükleri belliydi. Hiçbir patron veya çoğunluk hissedarı, malını bu kadar gülünç fiyata satmayı düşünmez ama 1957'de piyasada mevcut olan bu tür 200 kadar kağıdın bir listesi yayınlanmıştı. Bu kelepir kağıtların hemen hepsi şu veya bu şekilde kâr getirdi ve ortalama getiriler diğer birçok yatırım aracından daha yüksekti. Ancak sonraki 10 yılda bu şirketler yok olup gitti. Böylece girişimci ve uyanık yatırımcıların kazançlı alanlarından biri daha tarihe karışmış oldu.

Ne var ki, 1970'in düşük fiyatlarında böyle "işletme sermayesinin altında" işlem gören hatırı sayılır bir miktarda hisse senedi yine ortaya çıktı. Piyasadaki hızlı iyileşmeye rağmen bunların sayıları yıl sonunda yüklü bir portföyü oluşturacak kadar çoktu.

Bugünün koşullarında girişimci yatırımcının ortalamanın üzerinde

performans gösterebilmesi için hâlâ birkaç imkan mevcut. Çok sayıdaki pazarlanabilir menkul kıymetin içinde mantıklı, makul ve güvenilir standartlarla ucuz olarak belirlenecek mutlaka yeteri sayıda hisse vardır. Bunlar ortalama olarak DJIA veya benzer temsili bir listeden daha memnun edici getiriler sağlar. Bizim görüşümüze göre yatırımcı, portföyünün hisse senedi kısmından, vergi öncesi yıllık ortalama %5'lik bir getiri bekleyemiyorsa, bunları araştırmaya bile değmez. Aktif yatırımcı için bir veya birkaç hisse seçimi yöntemi geliştirmeyi daha sonra deneyeceğiz.

BÖLÜM

2

Yatırımcı ve Enflasyon

Enflasyon ve onunla savaş, son yıllarda kamuoyunun gündeminde hep ilk sıralardaydı. Halk doların satın alma gücünün azalmasından ve gelecekte parasının değerinde ciddi bir düşüş ortaya çıkmasından korkuyordu. Spekülatörler için ise düşüş bir kazanç umudu yaratacaktı. Bu endişeler doğal olarak Wall Street'in düşünce tarzını da etkiledi. Tüketici endeksinin yükselmesinin hem sabit gelirlileri hem de sabit tutarda anaparası olanları zarara uğrattığını herkes bilir. Öte yandan hisse senedi sahipleri, doların satın alma gücündeki düşüş nedeniyle uğradıkları zararı hisse senetlerindeki değerlenme ve kâr payları ile kapatma şansına sahiptir.

Bu inkâr edilemez gerçekleri temel alan birçok finansal uzman, enflasyonist ortamda (1) tahvillerin tercih edilmemesi gerektiğini ve dolayısıyla (2) hisse senedinin doğası itibariyle tahvilden daha cazip bir yatırım olduğunu savunuyor. Danışmanlar, belirli tutarda birikime sahip hayır kurumlarına, portföylerinin tamamını hisse senedinden oluşturmalarını öneriyor. Oysa bir zamanlar vakıf portföylerinin yalnız yüksek kaliteli tahvillerden oluşması yasal bir zorunluluktu. O günlerde zaten vakıflar da hisse senedi ile ilgilenmiyordu.

Okurlarımızın, yüksek kaliteli hisse senetlerinin bile tahvillere göre daha iyi bir yatırım olmadığını görecek kadar zeka sahibi olduklarını biliyoruz. Enflasyonla ilgili koşullar ne olursa olsun, endeks veya kâr payı getirileri ne düzeyde bulunursa bulunsun, bu temel gerçek değişmez. Bir zamanlar tahvilin, hisse senedinden kesin olarak daha güvenceli olduğu görüşünü sık sık duyardık. Bu görüş ne kadar saçmaysa, hisse senedinin tahvilden daha avantajlı olduğu inancı da aynı ölçüde saçmadır. Bu bölümde fiyatların artması beklendiğinde yatırımcının ne yapması gerektiğini açıklamak için bazı ölçümlemeler yapacağız.

Finans alanının diğer konularında olduğu gibi burada da gelecekteki yatırım politikamızın esaslarını, geçmişteki deneyimlerden edindiğimiz

bilgilere dayandırmak zorundayız. İşte bu konuda cevap aranması gereken sorular: Enflasyonun özellikle 1965'ten sonraki artışı, bu ülke için yeni bir şey mi? Daha önce buna benzer (veya daha kötü) enflasyonlar gördüysek, bugünkü enflasyonla savaşımız için alabileceğimiz dersler var mı?

Genel fiyat seviyelerindeki değişimler, buna bağlı olarak kâr payları ve hisse senetlerinin piyasa değerlerindeki dalgalanmalar hakkında birçok bilgi içeren tarihi bir özet olan Tablo 2-1 ile işe başlayalım. Rakamlarımız 1915'de başlayacak ve 5 yıllık aralarla 55 yılı kapsayacak. (Savaş zamanının fiyat kontrollerinin hesaplara yansımasını önlemek için 1945 yerine 1946'yı kullanacağız.)

Tabloya bakınca ilk farkına vardığımız nokta, geçmişte enflasyondan çok çektiğimiz oluyor. En yüksek beş yıllık toplam artış 1915-1920 döneminde gerçekleşmiş ve fiyatlar bu dönemde iki katına yükselmiş. 1965-1970 arası bu artış oranı %15 olmuş. Bu ikisinin arasında fiyatların düştüğü üç ve çeşitli oranlarda yükseldiği altı dönem görülmüş. Rakamlar, yatırımcının enflasyonun yeniden atağa geçebileceği ihtimalini hep göz önünde tutması gerektiğini hatırlatıyor.

Tabloya bakarak enflasyon oranının ne olacağını bulabilir miyiz? Tabloda her tür iniş-çıkış mevcut olduğu için gelecek için bir sinyal alamıyoruz. Son 20 yılın istikrarlı kayıtlarını incelediğimizde ise bazı ipuçlarına ulaşmak mümkün görünüyor: Bu dönemin tüketici enflasyonu yıllık ortalama %2.5 olmuş. Yıllık oranlar, 1965-70 arasında ortalama %4.5 ve 1970 yılında ise %5.4 düzeyinde hesaplanmış. Bu dönemde hükümet kesin olarak enflasyona karşı bir politika izliyordu. Federal politikaların gelecekte geçmişten daha etkili olacaklarına inanmamız için iyi nedenler var. Biz bu aşamada yatırımcının düşünce ve kararlarını, yıllık %3'lük bir enflasyon oranı olasılığına (kesin değil) dayandırmasının makul olduğu görüşündeyiz. (Bu oran, 1915-1970 arasında %2.5 idi.)[1]

Yüzde 3'lük bir enflasyonun sonuçları ne olabilir? Bu orandaki bir enflasyonun getirdiği hayat pahalılığı, iyi kaliteli, orta vadeli ve vergiden muaf tahvillerdeki mevcut getirinin (veya yüksek kaliteli şirket tahvillerinin vergi sonrası getirdiğini varsaydığımız oranın) yarısını yiyecektir. Bu ciddi bir oran ama yine de abartılmamalı. Çünkü, bu durum birikimin gerçek değerinin veya alım gücünün yıllar geçtikçe azaldığı anlamına gelmiyor. Yıllık enflasyon %3 olduğunda bile, yatırımcı vergi sonrası kalan faiz gelirinin yarısını harcarsa, alım gücünü aynı seviyede koruyabilir.

Bu durumda aklımıza doğal olarak şu soru gelebilir: "Yatırımcı, 1970-1971'in o rekor düzeydeki getiri oranıarıyla bile, yüksek kaliteli tahviller ye-

1. Bunlar Başkan Nixon'un Ağustos 1971'de fiyat ve maaşları dondurmasından önce yazıldı. Bunu ikinci aşama, fiyat kısıtlamaları takip etti. Bu önemli gelişmeler yukarıda ifade edilen görüşleri teyit eder gibi görünüyor.

Tablo 2-1. Beş Yıllık Aralarla Genel Fiyat Seviyeleri, Hisse Senedi Kâr Payı Getiri ve Fiyatları, 1915 - 1970

	Fiyat Seviyesi[a]		*S&P 500*[b] *Sanayi Endeksi*		*Bir Önceki Seviyeden % Değişim*			
					Toptan	Tüketici	Hisse Senedi	Hisse Senedi
Yıl	Toptan	Tüketici	Kârlar	Fiyat	Eşya Fiyatları	Fiyatları	Getirileri	Fiyatları
1915	38.0	35.4		8.31				
1920	84.5	69.8		7.98	% +96.0	% +96.8		% - 4.0
1925	56.6	61.1	1.24	11.15	% -33.4	% -12.4		% +41.5
1930	47.3	58.2	.97	21.63	% -16.5	% - 4.7	% -21.9	% +88.0
1935	43.8	47.8	.76	15.47	% - 7.4	% -18.0	% -21.6	% -26.0
1940	43.0	48.8	1.05	11.02	% - 0.2	% + 2.1	% +33.1	% -28.8
1946[c]	66.1	68.0	1.06	17.08	% +53.7	% +40.0	% + 1.0	% +55.0
1950	86.8	83.8	2.84	18.40	% +31.5	% +23.1	%+168.0	% +21.4
1955	97.2	93.3	3.62	40.49	% + 6.2	% +11.4	% +27.4	%+121.0
1960	100.7	103.1	3.27	55.85	% + 9.2	% +10.5	% - 9.7	% +38.0
1965	102.5	109.9	5.19	88.17	% + 1.8	% + 6.6	% +58.8	% +57.0
1970	117.5	134.0	5.36	92.15	% +14.6	% +21.9	% + 3.3	% + 4.4

[a] Yıllık ortalamalar. 1957 = 100. Ama 1967 fiyat seviyeleri 100 olarak alınırsa 1970 perakende fiyat seviyesi 116.3, toptan fiyat seviyesi 110.4 olur.

[b] 1941 - 1943 ortalaması = 10

[c] Fiyat kontrollerini aksettirmemek için 1945 yerine 1946 kullanıldı.

rine başka araçlara yönelse, daha iyi getiri sağlayabilir mi?" Örneğin, portföyün hepsini hisse senetlerinden oluşturmak, hisse senetleriyle tahviller arasında paylaştırmaktan daha iyi olmaz mı? Hisse senetleri enflasyondan en iyi korunma araçları değil midir? Hisse senetlerinin uzun vadede tahvillerden hep daha iyi getiri sağladığı doğru değil mi? İncelediğimiz 55 yıl içinde hisse senetleri yatırımcının yüzünü, tahvilden daha fazla güldürmedi mi?

Bu soruların cevabı biraz karmaşık. Geçmişte, hisse senetleri uzun vadede tahvillerden gerçekten daha iyi performans gösterdi. DJIA'nın 1915 ortalaması olan 77'den 1970 ortalaması olan 753'e gelmesi bileşik olarak yılda %4'lük bir ortalama artışa tekabül ediyor. Buna bir %4'lük yıllık kâr payı getirisini eklemek gerekir. (Bu oranlar, S&P bileşik endeksi için de geçerli.) Bu birleştirilmiş oran, yani %8, o 55 yıllık dönem sırasında tahvillerin sergilemiş olduğu performanstan elbette çok daha iyi ama yüksek kaliteli tahvillerin şimdiki getirilerinden daha iyi değil. Bu da bizi ikinci mantık sorusuna getiriyor: Hisse senetlerinin son 55 yıldakinden daha iyi bir performansı, gelecekte de göstereceklerine dair inandırıcı bir kanıt var mı?

Bu önemli soruya cevabımız hemen hayır olacaktır. Hisseler gelecekte çok iyi bir performans gösterebilirler ama bundan kesin olarak emin olamayız. Burada, yatırım sonuçları üzerinde iki ayrı zaman unsurunu göz önüne almalıyız. Bunların ilki uzun vadeli gelecekte- diyelim ki gelecek 25 yıl -neler olabileceğini kapsıyor. İkinci zaman dilimi ise örneğin 5 yıl veya daha kısa bir süre içinde yatırımcının finansal ve psikolojik durumunu büyüteç altına alıyor.

Yatırımcı bir karar alırken, 25 yıllık bir dönemin muhasebesini yapmaz. Karar alırken yıldan yıla biriktirilen deneyimler önemli rol oynar. Yatırımcının zihinsel durumu, ümitleri, endişeleri, yaptıkları hakkında duyduğu memnunluk veya pişmanlık ve herşeyden önemlisi ileride ne yapacağında dair vereceği kararlar yakın geçmişteki deneyimi ile oluşur.

Bu noktada daha açık bir örnek verelim: Enflasyon (veya deflasyon) koşullarıyla hisse senedi fiyat ve kâr payı getirileri arasında doğru orantı olduğu söylenemez. İşte bir örnek: 1966-1970 döneminde, 1946-1950'den beri en yüksek 5 yıllık oran olan %22'lik bir enflasyon yaşandı. Ancak 1965'ten beri hem hisse senedi fiyatları hem de kâr payı getirileri düştü. Daha önceki 5 yıllık dönemlerde de benzer çelişkiler var.

Enflasyon ve Şirket Kârları

Konuya daha değişik ve önemli bir yaklaşım da Amerikan şirketlerinin gerçekleştirdiği sermayeye oranla kârlılık oranlarının incelenmesi. Bu oranın seyrini incelediğimizde ekonomik konjonktüre bağlı olarak dalgalanmalar gösterdiğini anlıyoruz. Ancak bu oranın yükselişi, toptan eşya fiyatları veya tüketici fiyatları endeksi ile bağlantılı ve orantılı değil. Tam tersi-

ne bu oran, son yirmi yıldaki yüksek enflasyona rağmen, belirgin bir şekilde düştü. (Bu düşüşün bir nedeni de daha avantajlı amortisman oranlarının uygulanması oldu. Bkz. Tablo 2-2.) Geniş kapsamlı incelemelerimiz yatırımcının, DJIA grubunun son beş yılda getirdiğinden daha fazlasını beklememesi gerektiğini gösteriyor. Taşınabilir varlıklara (defter değeri) oranla bu getiri %10'dur ve bu oran da hisse senetlerinin getirisine yetişemedi.[2] Bu hisselerin piyasa değerleri defter değerlerinin çok üzerinde (örneğin, 1971 ortasının piyasa değeri 900 iken defter değeri 560 idi) olduğuna göre, mevcut piyasa fiyatı üzerindeki getiri sadece %6.25'e denk geliyor. (Bu ilişki genellikle ters yönde veya "kârın katı " olarak ifade edilir. Örneğin, DJIA fiyatı olan 900, 1971 Haziran'ında son 12 ayın gerçekleşen kârlarının 18 katına eşittir.)

Rakamlarımız bir önceki bölümde önerdiklerimizle aynı seviyede. Yatırımcının normal beklentisi, hisselerin piyasa değeri üzerinde %3.6'lık bir ortalama kâr payı getirisi artı kârların tekrar yatırılmasından kaynaklanan, mesela %4'lük bir yıllık değerlenme doğrultusunda olacaktır. (Burada defter değerine eklenen her bir doların piyasa fiyatını yaklaşık 1.60 dolar artırdığı varsayımına dikkat edin.)

Tablo 2-2. Şirket Borçları, Kârlar ve Sermayeye Oranla Kârlar, 1950-1969

Yıl	*Net Şirket Borçları* (milyar $)	*Şirket Kârları* Gelir Vergisi Öncesi (milyon $)	Vergi Sonrası (milyon $)	*Sermayeye Oranla % Kâr* S&P Datası[a]	Diğer Data[b]
1950	140.2	42.6	17.8	%18.3	%15.0
1955	212.1	48.6	27.0	%18.3	%12.9
1960	302.8	49.7	26.7	%10.4	% 9.1
1965	453.3	77.8	46.5	%10.8	%11.8
1969	692.9	91.2	48.5	%11.8	%11.3

[a] Standard & Poor's sanayi endeksinin kârları bölü yılın ortalama defter değeri.
[b] 1950 ve 1955 yıllarının rakamları Cottle and Whitman; 1960 - 1969 yıllarınınkiler Fortune'dan.

Okurumuz, hesaplarımızın hisselerin getirilerinde bir artışa izin vermeyişine ve öngördüğümüz yıllık %3 enflasyonun ortaya çıkaracağı değerlere itiraz edebilir. Buradaki savunmamız, geçmişte buna benzer bir enflasyon oranının, açıklanan hisse başı kârlar üzerinde *direkt* etkisi oldu-

2. 425 sanayi sektörü hisse senedini kapsayan Standard & Poor's endeksinin getirisi aktif değerinin üzerinde %11.5 idi. Bunun da en büyük nedeni çok kârlı bir dev şirket olan IBM'in de endekse dahil edilmesiydi. IBM o zaman DJIA'nın 30 şirketinden biri değildi.

ğuna dair hiçbir işaretin bulunmayışı olacaktır. Bu "soğuk" rakamlar, DJIA grubunun son yirmi yılda gerçekleştirdiği büyük kârların *tümünün*, o kârların tekrar yatırılması nedeniyle oluşan ödenmiş sermayenin nispeten daha fazla oranlarda artmasından kaynaklandığını gösteriyor. Eğer enflasyonun kazançlar üzerinde olumlu bir etkisi olsaydı, mevcut sermayenin "değerini" artırırdı. Böylece eski sermayenin ve dolayısıyla birleşik olarak eski ve yeni sermayenin kârlılık oranı artmış olurdu. Ama, fiyat seviyelerinin neredeyse %40 yükseldiği son 20 yılda buna benzer bir şey olmadı. (Şirket kârları "tüketici fiyatlarından" değil toptan fiyatlardan etkilenmelidir.) Enflasyonun hisse fiyatlarını yükseltmesinin tek yolu kârların sermaye yatırımlarına olan oranını artırmasıdır. Geçmişe bakıldığında bunun gerçekleşmediği görünüyor.

Geçmişin ekonomik döngülerinde işlerin iyi gittiği zamanlarda fiyatların yükseldiğini, kötü gittiği zamanlarda da düştüğünü görüyoruz. Genel kanı hep "az bir miktar enflasyonun" şirket kârlarına yaradığı doğrultusundaydı. Bu görüş, genelde süregelen bir refah dönemiyle yükselen fiyatların bir birleşimini sergileyen 1950-1970 arasındaki dönemde yanlış çıkmadı. Ama rakamlar, bütün bunların özsermayenin *kazanma gücüne* etkisinin çok kısıtlı olduğunu; hatta kârların yatırımlara olan oranını bile korumaya yetmediğini gösteriyor. Açıkça görülüyor ki, aksi yöndeki bazı gelişmeler, bir bütün olarak Amerikan şirketlerinin gerçek kârlılığını artırmasını önlemiş. Bunların arasında (1) ücret artış oranının, verimlilik artış oranından daha yüksek olması ve (2) satışların sermayeye olan oranını düşük tutan çok yüksek miktarlarda sermaye gereksinimleriydi.

Tablo 2-2'deki rakamlarımız enflasyonun şirketlerimiz ve hissedarlarını olumlu değil tam tersine olumsuz yönde etkilediğini gösteriyor. Tablomuzdaki en etkileyici rakamlar 1950 ile 1969 arasındaki şirket borçları. Bu gelişmenin, ekonomistler ve Wall Street'in gözüne çarpmaması şaşırtıcı. Bu dönemde şirketlerin borçları beş kat artarken, vergi öncesi kârları ancak iki katına çıkmış. Aynı dönemde, faiz oranlarındaki hızlı artışlara ek olarak toplam şirket borçlarının da artık büyük çapta olumsuz bir ekonomik unsur oluşturduğu ve birçok bireysel kurum için gerçek bir sorun teşkil ettiği ortada. (1950'de faiz ödemeleri düşüldükten sonraki vergi öncesi net kârlar şirket borçlarının %30'unu oluştururken bu oranın 1969'da yalnızca %13.2 olduğuna dikkat ediniz. 1970'deki oran daha da olumsuz olmalı.) Sonuçta, bir bütün olarak şirket özsermayelerinin üzerinde kazanılan %11'in büyük bir bölümünün vergi öncesi %4 veya daha az maliyeti olan kredilerin getirdiği büyük miktarlardaki yeni borçlarla sağlandığı görülüyor. Eğer bu şirketler 1950 öncesi oranları korumuş olsalardı, kârların öz sermayelere oranı, enflasyona rağmen düşerdi.

Enflasyonun en büyük kurbanı, kredi maliyetlerinin büyük artışı ile kamunun denetleyici süreci altında zam yapma zorlukları arasında sıkışan

kamu hizmetleri şirketleri olmuştu. Ama şunu da ekleyelim: Elektrik, gaz ve telefon hizmetlerinin birim maliyetleri genel fiyat endeksine göre çok daha düşük oranda artış gösterince, bu şirketler gelecek için çok daha stratejik bir konum kazandı.[3] Kanunlar, yatırdıkları sermayenin üzerinde yeterli bir miktarda getiri sağlayacak kadar zamlara izin verdiğine göre, geçmiş enflasyon dönemlerinde olduğu gibi gelecekte de bu şirketlerin hissedarları kendilerini güvencede hissedecekler.

Yukarıdaki görüşlerimiz, bizi daha işin başında vurguladığımız sonuçlara geri getiriyor: Yatırımcının, 1971 sonlarının fiyat seviyelerinde alınmış DJIA tipi hisselerden oluşan bir portföyde, örneğin %8 gibi ortalama bir toplam getirinin üzerinde birşeyler beklemesinin sağlam bir dayanağı yok. Bu beklentiler çok düşük çıksa bile portföyün tamamını hisse senetlerinden oluşturmak pek akıllıca değil. Eğer gelecek için garanti olan birşey varsa, o da kârların ve bir hisse senedi portföyünün yıllık ortalama piyasa değerinin %4 veya başka bir oranda tek düze bir şekilde artmayacağıdır. J.P.Morgan'ın o unutulmaz cümlesiyle ifade ettiği gibi *"Değerler hep dalgalanacak"*. Bu tespit, bugünün -veya yarının- fiyatlarında hisse senedi alanların yıllarca sürebilecek bir zarar riski taşıması anlamına gelir. 1929-1932 bozgunundan sonra General Electric firmasının (aynı zamanda DJIA'in) kaybettiklerini geri toplaması 25 yıl almıştı. Bunun yanında, eğer yatırımcı portföyünün büyük bir bölümünde hisse senetlerine odaklanırsa, büyük bir olasılıkla coşturucu yükselişler ve ızdırap verici düşüşlerle yolunu şaşıracaktır. Bu özellikle daha fazla enflasyon beklentileri su yüzüne çıktığında doğru olacaktır. Çünkü yatırımcı o zaman, eğer yeni bir boğa piyasası başlarsa bu büyük yükselişi, kaçınılmaz bir düşüşün habercisi veya kağıt üzerindeki kârların nakde çevriliş fırsatı olarak değil de, enflasyon hipotezinin bir doğrulanması ve piyasa ne kadar yüksek ve kâr payı getirileri ne kadar düşük olursa olsun hisse senedi almaya devam etmek için bir neden olarak görecektir. Bunun sonucu ise hep hüsran olacaktır.

Enflasyondan Korunmak İçin Hisse Senetlerinin Alternatifleri

Dünyanın her tarafında para birimine güvenmeyen herkesin standart politikası altın almak ve saklamak olmuştur. Çok şükür ki bu Amerikan vatandaşları için 1935'den itibaren kanunlarca yasaklanmıştı. Son 35 yılda, altının serbest piyasa fiyatı ons başına 35$'dan 48$'a çıktı, yani sadece %35 arttı. Buna ek olarak altın alanlar, sermaye karşılığı hiçbir gelir elde edemediler, üstelik saklama maliyetlerine maruz kaldılar. Bu ortamda enflasyona rağmen parayı banka hesabına yatırmak daha iyi olurdu.

3. 1971'de American Telephone & Telegraph firması tarafından yayınlanan bir çizelge 1970'de ev telefonlarına uygulanan reel fiyatların 1960'dan daha düşük olduğunu gösteriyor.

Altının doların satın alma gücündeki kayıplara karşı tam bir başarısızlığa uğraması, sıradan yatırımcının parasını "emtialara" yatırarak kendisini enflasyondan koruma kabiliyeti üzerine ciddi kuşkular doğuruyor. Yıllar boyunca, elmas, büyük üstatların tabloları, eski kitapların orijinal baskıları, ender bulunan pul ve paralar vs. gibi birçok sınıf değerli nesnenin fiyatlarında büyük artışlara şahit olduk. Ama çoğu durumda kote edilen fiyatlarda bir sunilik, asılsızlık, bir gerçek dışılık göze çarpıyor. 1804 tarihli bir gümüş dolara (o yıl basılmadı bile) 67,500$ ödemeyi bir "yatırım işlemi" olarak düşünmek bana biraz zor geliyor.[4] Bu alanın kendi çöplüğümüzün dışı olduğunu kabul ediyoruz. Okurlarımızın çok azı o alanları kolay ve risksiz bulacaktır.

Doğrudan gayrimenkul sahibi olmak hep beraberinde enflasyona karşı iyi bir korunma getiren, sağlam bir uzun vadeli yatırım olarak görülmüştür. Ne yazık ki, gayrimenkul değerleri de büyük dalgalanmalara maruz kalır. Yer ve alış fiyatı konularında ciddi hatalar yapılabileceği gibi emlakçıların sözlerinde de birçok tuzaklar mevcuttur. Son olarak, kısıtlı olanakları bulunan kişiler için çeşitleme yapmak pratik değildir. Yeni halka arzlarda da, aynen hisselerde olduğu gibi belirli tehlikeler vardır. Ne var ki bu da bizim konumuzun dışında. Yatırımcıya tek söylememiz gereken şey: "Eve girmeden önce evin sizin malınız olduğundan emin olun."

Sonuç

Doğal olarak, bir önceki bölümde önerdiğimiz yatırım politikasına dönüyoruz. Geleceğin belirsizliğinden dolayı bütün yumurtalar aynı sepete konmamalıdır. Ne tahvil sepetine, (tahvil faizlerinin görülmemiş seviyelere yükselmesine rağmen) ne de hisse senedi sepetine... (enflasyonun devam etme olasılığına rağmen).

Bir yatırımcı portföyüne ve ondan elde edeceği getiriye ne kadar bağımlıysa, hayatının bu bölümünde beklenmeyen olaylara ve endişe duyduğu olasılıklara karşı o kadar hazırlıklı olmak zorundadır. Muhafazakar yatırımcının, riski en aza indirmeye çalışması gerekir. Örneğin, bir telefon şirketinin %7.5 getirili tahvilini almadaki riskin, DJIA'yı 900'den (veya ona eşit seviyelerdeki başka bir endeks) almaktan daha az olduğuna kuvvetle inanıyoruz. Ama büyük çapta bir enflasyon olasılığı mevcuttur ve yatırımcı kendisini bu tehlikeye karşı sigortalamalıdır. Portföyün hisse senedi bölümünün bu sigortayı sağlayacağından emin olamayız, ama tahvil bölümünden daha iyi bir güvence sağladığını da söyleyebiliriz.

4. Bu haber Ekim 1970'de *Wall Street Journal*'da çıkmıştı.

1965 baskımızda (sayfa 97) yazdıklarımızı burada da tekrarlayacağız:

Okur, hisse senetlerinin bize bu seviyelerde (DJIA şimdi 892) cazip gelmediğini görmüş olmalı. Yine de yukarıda açıkladığımız nedenlerden dolayı yatırımcı, portföyünün önemli bir bölümünü hisse senetlerinden oluşturmalıdır. Bu risksiz birşey değil ama portföyün tamamının tahvillerden oluşmasından iyidir.

BÖLÜM

3

Hisse Senedi Piyasasının Yüz Yıllık Tarihi:

1972 Başındaki Fiyat Seviyeleri

Yatırımcının hisse senedi portföyü, borsa denen o dev ve heybetli kurumun küçük bir kesitidir. Akıllı yatırımcı bu nedenle hisse senedi piyasasının tarihi, özellikle de piyasanın fiyat seviyesindeki dalgalanmalar ve bir bütün olarak hisse senedi fiyatlarıyla kâr ve kâr payları arasındaki ilişkiler hakkında yeterli bilgiye sahip olmalıdır. Yatırımcı bu temel bilgiyle, değişik zamanların değişik fiyat seviyelerinin cazibe veya tehlikeleri hakkında işe yarar bir yargıda bulunacak duruma gelir. Fiyat, kâr ve kâr payı istatistiklerinin tam 100 yıl geriye, 1871'e kadar gitmesi de bu açıdan iyi bir tesadüf. (Bu verilerin ilk yarım yüzyılı ikinci yarısı kadar eksiksiz değil ama yine de kullanışlı sayılabilir.) Bu bölümde, bu verileri özet bir şekilde ve iki amaca hizmet etmek için sunacağız. Bunlardan birincisi, hisselerin geçmiş yüzyılın çeşitli döngüleri içerisindeki genel yükseliş tarzını göstermektir. İkincisi ise, o üç önemli unsur arasındaki değişik ilişkileri su yüzüne çıkarmak için sadece hisse senedi fiyatlarının değil kâr ve kâr paylarının da ardışık onar yıllık ortalamalarıyla ortaya çıkan tabloyu etüt etmek olacaktır. Elimizdeki bu malzeme bolluğuyla, hisse senetlerinin 1972 başındaki fiyat seviyelerinin değerlendirmesine geçeceğiz.

Hisse senedi piyasasının bu uzun vadeli tarihi, iki tablo ve bir grafikte özetleniyor. Tablo 3-1, son 100 yüzyıldaki 19 ayı veya boğa piyasası döngüsünün en yüksek ve en düşük noktalarını gösteriyor. Burada iki endeks kullandık. Birincisi, o hepimizin aşina olduğu, 500 hisse senedini temsil eden Standard&Poor's bileşik endeksiyle Cowles Commission'un endeksi. Cowles datası 1870'de başlıyor ve günümüze kadar gelen S&P'nin başına eklenmiş. İkincisi ise, daha ünlü olan Dow Jones Sanayi Endeksi (DJIA veya "Dow"). Bu endeks de 1897'ye kadar geri gidiyor. DJIA, American Telephone & Telegraph gibi 30 büyük sanayi kuruluşunu temsil ediyor.[1]

1. Hem Standard&Poor's hem de Dow-Jones'un kamu hizmetleri ve ulaşım (esas olarak demir-

Tablo 3-1. 1871-1971 Arası Önemli Piyasa Dalgalanmaları

	Cowles-Standard 500 Bileşik			*Dow Jones Sanayi Endeksi*		
Yıl	En Yüksek	En Düşük	Düşüş	En Yüksek	En Düşük	Düşüş
1871		4.64				
1881	6.58					
1885		4.24	%28			
1887	5.90					
1893		4.08	%31			
1897					38.85	
1899				77.6		
1900					53.5	%31
1901	8.50			78.3		
1903		6.26	%26		43.2	%45
1906	10.03			103		
1907		6.25	%38		53	%48
1909	10.30			100.5		
1914		7.35	%29		53.2	%47
1916-18	10.21			110.2		
1917		6.80	%33		73.4	%33
1919	9.51			119.6		
1921		6.45	%32		63.9	%47
1929	31.92			381		
1932		4.40	%86		41.2	%89
1937	18.68			197.4		
1938		8.50	%55		99	%50
1939	13.23			158		
1942		7.47	%44		92.9	%41
1946	19.25			212.5		
1949		13.55	%30		161.2	%24
1952	26.6			292		
1952-53		22.70	%15		256	%13
1956	49.7			521		
1957		39.00	%24		420	%20
1961	76.7			735		
1962		54.80	%29		536	%27
1966-68	108.4			995		
1970		69.30	%36		631	%37
1972 başı		100	–		900	–

Grafik 1, 425 sanayi kuruluşunu içeren Standard&Poor's endeksinin 1900'dan 1970'e kadar sergilediği piyasa dalgalanmalarını gösteriyor. (Buna tekabül eden bir DJIA grafiğinin şekli de aynıdır.) Okur, bu grafikte, her birinin o 70 yılın hemen hemen üçte birini oluşturduğu üç ayrı formasyonu görecektir. Bunlardan birincisi 1900'den 1924'e kadar sürüyor ve genelinde birbirine benzer 3 ila 5 yıllık döngüler sergiliyor. Bu dönemdeki yıllık ortalama yükseliş %3. Bundan sonra "Yeni Çağ" boğa piyasasına geçiyoruz. Bu hareket 1929'da korkunç bir çöküşle noktalanıyor ve onu 1949'a kadar düzensiz dalgalanmalar izliyor. 1949'un fiyat seviyesini 1929'un seviyesiyle karşılaştırırsak yıllık yükselişin sadece %1.5 olduğunu görüyoruz ki bu da ikinci dönemin sonunda artık halkın hisse senetlerine karşı niye hiç sıcak bakmadığını çok anlamlı bir şekilde anlatıyor. Zıtlar kuralına göre artık tarihin en büyük boğa piyasasının başlaması için zamanın geldiği üçüncü kısım da burada başlıyor. Bu olgu, 1968'de 425 sanayi kuruluşunu içeren Standard&Poor's endeksinin yaptığı 118 tepesiyle sona ermiş olabilir (500 hisseyi kapsayan bileşik endeks 108 yaptı). Tablo 3-1'in de gösterdiği gibi 1949-1968 arası önemli düşüşler vardı. (Özellikle 1956-57 ve 1961-1962 yıllarında) Ancak piyasanın toparlanması o kadar süratli oldu ki bu düşüşler, ayrı ayrı birer piyasa döngüsü yerine tek bir boğa piyasası içerisinde oluşan ekonomik durgunluklar olarak görüldü. "Dow"un 1949 ortasındaki dip noktası olan 162 ile 1966 başındaki 995 tepesi arasındaki 17 yılda piyasa 6 kat yükseldi. Bu oran yılda bileşik olarak ortalama %11'e tekabül ediyor (Bu hesapta yılda %3.5 olarak varsaydığımız kâr payı oranlarını dikkate almadık). Standard&Poor's bileşik endeksinin yükseliş oranı DJIA'ınkinden biraz daha fazlaydı (14'ten 96'ya).

Yüzde 14'lük ve daha yüksek getiriler 1963'te yatırımcı kitlesinin ilgisini çeken bir incelemede belgelenmişti.[2] Bu güzel rakamlar Wall Street'de doğal bir memnunluk hissi uyandırdığı gibi aynı sonuçların gelecekte de gerçekleşebileceğine dair mantıksız ve tehlikeli bir kanı da uyandırdı. Yükselişin haddinden fazla abartılı olduğu konusunda çok az kişi endişe duyuyordu. Oysa, Standard&Poor's bileşik endeksinin 1968 zirvesinden %36 düşerek 1970 en düşüğüne inişi (DJIA %37 düştü), 1939-1942 de yaşanan ve Pearl Harbor sonrasındaki tehlike ve belirsizlikleri yansıtan %44'lük gerilemeden bu yana en büyük çöküştü. Ardından Wall Street'e has dramatik atak geldi. 1970 Mayıs'ının en düşüklerini her iki endeksin de müthiş ve hızlı bir toparlaması ve 1972 başında Standard&Poor's sanayi endeksinin yeni rekorlara imza atması izledi. 1949-1970 arası S&P bileşik (veya sana-

yolları) sektörleri için ayrı alt-endeksleri bulunur. New York Hisse Senedi Borsası da 1965'den itibaren işlem gören tüm hisseleri içeren bir endeksi hesaplamaktadır.

2. Bu inceleme, Chicago Üniversitesi'nin Menkul Kıymet Fiyatlarını Araştırma Merkezi tarafından Charles E. Merrill Vakfı'nın bağışlarıyla yapılmıştı.


STANDARD&POOR'S HİSSE SENEDİ FİYATLARI ENDEKSLERİ
1941-1943 = 10
S&P
425 HİSSENİN AYLIK ORTALAMALARI
LOGARİTMİK ÖLÇEK
125
100
90
80
70
60
50
40
30
20
18
16
14
12
10
8
6
5
4
2
1900 — 04
05 — 09
10 — 14
15 — 19
20 — 24
25 — 29
30 — 34
35 — 39
40 — 44
45 — 49
50 — 54
55 — 59
60 — 64
65 — 69
70 — 74

yi) endeksindeki yıllık yükseliş oranı %9'a ulaştı (Hesapta her iki yıl için de o yılın ortalamasını kullandık). Bu tırmanış hızı 1950 öncesi benzer dönemlerden çok daha yüksekti. (Ama son on yıldaki yükseliş hızı çok daha yavaştı. S&P bileşik endeksi yılda ortalama %5.25 artarken, DJIA'nın yükselişi daha önceden de aşina olduğumuz %3'te kaldı.)

Hisse senedi piyasasının son yüzyıllık tarihinin genel bir görünümünü elde etmek için fiyat hareketleri ile birlikte kâr ve kâr payı rakamlarını da incelemek gerekir.Bu bilgileri Tablo 3-2'de sunuyoruz. Okurun bütün bu verileri ayrıntılarıyla incelemesini beklemiyoruz, ama bazılarının bunları ilginç ve eğitici bulacağını ümit ediyoruz.

Bu rakamları şöyle yorumlayalım: On yıllık rakamlar yıldan yıla olan dalgalanmaları düzlüyor ve kalıcı bir büyüme manzarası sergiliyor. Kâr ve ortalama fiyatlar, ilk on yıldan sonraki dokuz on yıllık dönemin yalnızca ikisinde (1891-1900 ve 1931-1940) düşüş gösterdi. Öte yandan ortalama kâr payları 1900 sonrasındaki hiçbir on yıllık dönemde bir gerileme sergilemedi. Ne var ki, her üç kategorideki büyüme oranları bir hayli çeşitlilik gösteriyor. Genelde, Dünya Savaşı sonrası performans daha önceki on yıllık dönemlerden daha iyi, ama 1960'ların tırmanışı 1950'lerinkinden daha zayıftı. Bugünün yatırımcısı, bu istatistiklere bakarak kâr, kâr payı ve fiyatlarda gelecek on yılda hangi yüzdelerde artış bekleyebileceğini kestiremez, ama rakamlar hisse senedine yönelik istikrarlı bir yatırım politikasını destekliyor.

Tabloda görünmeyen bir noktaya da burada değinmek gerekiyor. 1970 yılı, şirketlerimizin kârlılıklarında genel bir kötüleşmeyle lekelenmişti. 1970'te kârların yatırılan sermayeye oranları İkinci Dünya Savaşı yıllarından sonra en düşük seviyelerine düştü. Daha çarpıcı bir gerçek ise, hatırı sayılır sayıda şirket yılı, zararla kapattı, çoğu "mali zorluk" çekti ve son otuz yılda ilk kez önemli bir iflas dalgası başladı. Bu gerçekler ve diğerleri, büyük patlama çağının 1969-70'de sona ermiş olabileceğine dair yukarıda belirttiğimiz görüşümüze temel oldu.

Tablo 3-2'nin çarpıcı bir özelliği de, fiyat/kazanç oranlarında İkinci Dünya Savaşı sonrasında ortaya çıkan değişimler. Haziran 1949'da, S&P bileşik endeksinin değeri son 12 ayın kârlarının sadece 6.3 katıydı. Bu oran Mart 1961'de 22.9 idi. Aynı doğrultuda, S&P endeksinin kâr payı getirisi 1949'da %7 iken 1961'de %3'e düşmüştü ki bu da yüksek kaliteli tahvillerin faiz oranlarının aynı dönemde %2.60'tan %4.50'ye çıkışına tam bir çelişki oluşturuyordu. Yatırımcı dünyasının bu tutumu, hisse senedi piyasası tarihindeki kesinlikle en kayda değer çark ediş olarak dikkati çekti.

Bir aşırı uçtan diğerine bu geçiş, deneyimli ve yaradılıştan tedbirli olanlar için gelecekteki tehlikelerin, badirelerin bir uyarısıydı. Bu kişiler 1926-1929 boğa piyasası ve sonrasındaki trajik olayları endişeyle anmaktan kendilerini alamıyordu. Ama oluşan olaylar bu korkuları teyit etmedi.

Evet, DJIA'nın 1970 kapanışı 6.5 yıl önceki kapanışla aynı seviyedeydi ve o "Kanatlanan Altmışlı Yıllar"dan, arada bir zirveye yükselen sonra dip yapan birkaç dalgalanmadan başka bir şey çıkmadı. Ancak hem ekonomide hem de borsada 1929-1932 yıllarının ayı piyasası ve bunalımıyla karşılaştırılabilecek bir olay da yaşanmadı.

1972 Başında Hisse Senedi Piyasasının Seviyesi

Elimizdeki yüz yıllık hisse senedi fiyatları, kazançlar ve kâr payları bilgilerine bakarak Ocak 1972'deki DJIA için 900 ve S&P bileşik endeksi için de 100 seviyeleri hakkında bir takım sonuçlamalar çıkaralım.

Önceki baskılarımızın her birinde hisse senedi piyasasının baskı anındaki seviyesini göz önüne alıp muhafazakar alımlar için fiyatın çok yüksek olup olmadığı sorusunu cevaplamaya çalışmıştık. Okur, bu eski baskılardaki sonuçları incelemeyi bilgi verici bulabilir. Bu bir tür kendi kendini cezalandırma seansı değil tabii. Bu tekrarlama, hisse senedi piyasasının son yirmi yıldaki değişik aşamalarını birbirine bağlayan bir nevi doku oluşturacak. Aynı zamanda mevcut piyasa seviyesi hakkında bilgili ve ciddi bir yargıya varmaya çalışan yatırımcı için, kendini bekleyen zorluklar hakkında da gerçek hayattan alınma bir tablo ortaya çıkaracak. İlk olarak, 1965 baskısındaki 1948, 1953 ve 1959 analizlerini tekrar özetleyelim:

> 1948'de, 180 olan Dow Jones seviyesine muhafazakar standartlar uyguladık ve "temel değerlerle karşılaştırıldığında çok yüksek olmadığı" kanaatine varmakta güçlük çekmedik. Bu soruna 1953'deki yaklaşımımız sırasında, o yılın piyasa seviyesi beş yıl içinde %50 artarak 275'e ulaşmıştı. Kendimize aynı soruyu sorduk: " Acaba sağlam bir yatırım için Dow Jones Sanayi Endeksi'nin 275 seviyesi çok yüksek sayılabilir miydi?". Bunu takip eden müthiş yükselişin ışığında, 1953 seviyelerinin cazip olduğu sonucuna varmanın zor olduğunu söylemek biraz garip kaçabilir. Evet, pozitif olarak "Esas yatırım kılavuzumuz olan değer göstergelerinin doğrultusunda, 1953 fiyat seviyeleri hakkındaki yargımız olumlu olmalıdır" dedik. Ama, 1953'te ortalamaların, çoğu geçmiş boğa piyasalarındakinden daha uzun bir süredir yükselmekte olduğundan ve mevcut mutlak seviyelerin tarihin en yüksek noktalarında bulunduğundan endişe duymaktaydık. Bu unsurları olumlu değer yargılarımızın karşısına koyarak tedbirli ve uzlaşıcı bir politika önermiştik. Daha sonradan gördük ki bu öneri, pek parlak bir fikir olmadı. İyi bir kahin piyasanın gelecek beş yıl içinde ayrıca bir %100 daha yükseleceğini görmeliydi. Belki de kendi savunmamızı yaparken, işi hisse senedi piyasası hakkında tahmin yürütmek olan (bizim işimiz bu değil) kişilerin de bizimkinden daha iyi yargılar ortaya koymadığını eklememiz gerekir.

1959 başında, DJIA 584'te rekor seviyedeydi. Her bakış açısından yapılan uzun analizimiz aşağıdaki gibi özetlenebilir (1959 baskısı, sayfa 59): "Sonuçta, mevcut hisse senedi fiyatlarının tehlikeli seviyelerde olduğu yargısına varmak zorunda olduğumuzu ifade ediyoruz. Fiyatlar hali hazırda fazla yükselmiş olduğu için çok riskli. Böyle olsa bile piyasanın temposu bizi geçerli bir neden olmaksızın yeni zirvelere taşıyabilir. Açıkçası, gelecekte ciddi kayıplara asla yol açmayacak ve her aceminin hisse senetleri alışlarında büyük kârlar yapacağı bir piyasa hayal edemiyoruz."

1959'da ifade ettiğimiz bu ikaz, buna tekabül eden 1954 yargımıza göre daha geçerli nedenlere dayanıyordu ama doğrulanmaktan çok uzak kaldı. DJIA 1961'de 685'e çıktı; daha sonra yılın sonlarına doğru bizim 584 seviyemizin (566'ya) altına düştü. 1961 sonunda yine yükselerek 735'e ulaştı. Daha sonra Mayıs 1962'de neredeyse panik vaziyetinde 536'ya düşerek altı ay gibi kısa bir zaman içinde %27 değer kaybetti. Aynı esnada, Aralık 1961'de en yükseği olan 607'den Haziran 1962'de 300 dibine düşen tartışmasız öncü International Business Machines'in de kanıtladığı gibi çoğu popüler birçok "büyüme hissesinde" çok daha ciddi kayıplar meydana geldi.

Bu dönemde, halka saçma denecek kadar yüksek fiyatlarda arz olunan ve gereksiz spekülasyonlarla mantık dışı seviyelere çıkarılan, küçük şirketlerin o tüyolu yeni hisselerinde tam bir bozguna tanık olduk. Bunların çoğu birkaç ay içinde değerlerinin %90'ını kaybetti.

Spekülatör geçinenler ve belki de kendini "yatırımcı" diye isimlendiren sağduyudan yoksun kişiler için 1962'nin ilk yarısındaki çöküş, bir facia olmasa da endişe vericiydi. Ama finans camiası daha sonra ortaya çıkacak olan "U dönüşü"nü de beklemiyordu. Hisse senedi endeksleri tırmanışlarını tekrar başlattı ve aşağıdaki şu oluşumu sergiledi:

	DJIA	*Standard&Poor's 500 Bileşik*
Aralık 1961	735	72.64
Haziran 1962	536	52.32
Kasım 1964	892	86.28

Bu toparlama ve yeni yükseliş gerçekten dikkate değer bir olaydı. Bu atak, Wall Street'i piyasa hakkındaki genel kanılarını revize etmeye zorladı. Haziran 1962'nin düşük seviyelerinde, tahminlerin çoğunluğu olumsuzdu. Yılın sonuna doğru ortaya çıkan kısmi toparlanma sonrasında bile, kuşkunun ağır bastığı karmaşık duygular egemen oldu. Ama 1964'ün başında, aracı kurumların o doğal iyimserliği yine su yüzüne çıktı; hemen hemen her tahmin olumlu taraftaydı ve 1964 yükselişi boyunca da aynı şekilde devam etti.

Bundan sonra, hisse senedi piyasasının Kasım 1964 seviyelerini değerlendirme görevine başladık (DJIA 892'ydi). Durumu çeşitli açılardan ele aldıktan sonra üç temel sonuca ulaştık: Bunlardan birincisi, "eski (değerleme) standartlarının artık uygulanamaz ama yenilerinin de henüz zamanın sınavından geçmemiş" olduğuydu. İkinci sonucumuz, yatırımcının politikasını büyük çaptaki belirsizliklere dayandırmak zorunda kalacağını vurguluyordu. Çünkü olasılıkların pusulası hep aşırı uçları gösteriyordu. Bir yanda DJIA'nın %50 bir artışla 1350'ye yükselmesi olasılığı vardı, diğer tarafta endeksi 450 dolaylarına düşürecek aynı büyüklükte, beklenmeyen bir düşüş olasılığı..." (sayfa 63). Üçüncüsü çok daha kesin bir şekilde ifade edilmişti. Şöyle demiştik: "Dobra dobra konuşacak olursak, eğer 1964 seviyesi çok yüksek değilse daha hangi seviye yüksek olacak?" ve bölüm şöyle kapanmıştı:

YATIRIMCI HANGİ YOLU İZLEMELİ?

Yatırımcılar, 1964 piyasa seviyesinin sadece bu kitapta okudukları için tehlikeli olduğu sonucuna varmamalı. Okur bizim mantığımızı Wall Street'in diğer yetkin ve deneyimli kişilerinin görüşüyle tarttıktan sonra bir sonuca ulaşabilir. İşin sonunda herkes kendi kararını alır ve bu kararından yine kendisi sorumludur. Ne var ki biz, eğer yatırımcı hangi yolu seçeceğine dair şüphe içindeyse tedbirli yolu seçmesinden yanayız. Burada anlatmaya çalıştığımız yatırım ilkeleri, 1964 koşullarında, aciliyet sırasına göre, aşağıdaki politikanın uygulanmasını gerektirir:

1. Hisse senedi almak veya tutmak için kredi kullanılmamalı.
2. Fondaki hisse senedi oranı artırılmamalı.
3. Gerektiğinde, bu oranı portföyün %50'sine indirilmeli. Burada sermaye kazançları vergisi mümkün olduğunca iyi niyetle ödenmeli ve hasılat yüksek kaliteli tahvillere veya mevduata yatırılmalıdır.

Bir süredir gerçek bir dolar maliyeti ortalaması planı uygulayan yatırımcılar, mantık çerçevesinde, bu dönemsel alışlara devam etmeyi veya piyasa tehlikeli seviyelerden inene kadar alımları ertelemeyi seçebilirler. 1964 sonu seviyelerinde kesinlikle yeni bir dolar ortalaması planına başlamayı önermiyoruz. Çünkü, sonuçlar başlangıçtan kısa bir süre sonra çok kötüleşirse, çoğu yatırımcının bu plana devam etmeye dayanma gücü kalmayacaktır.

Bu kez tedbirli tutumumuzun doğrulandığını söyleyebiliriz. DJIA %11 daha yükselerek 995'e geldi ve sonrasında düzensiz olarak 1970'te 632'ye kadar düşüp yılı 839'da kapattı. Aynı bozgun "tüyolu" kağıtlarda da vardı. Aynı 1961-62 dönemindeki gibi düşüşler %90'lara ulaştı. Giriş bölümünde de vurguladığımız gibi tüm finansal manzara daha az coşkulu ve daha faz-

la endişeli bir yöne doğru değişti. Hikayeyi şu tek gerçek özetleyebilir: 1944'ten beri ilk kez DJIA, 1970 yılını altı yıl önceki değerinin altında kapattı.

Bunlar bizim geçmiş hisse senedi piyasası seviyelerini değerlendirme gayretlerimizdi. Bu gayretlerin öğretici niteliği var mı? Piyasa seviyesini, 1948 ve 1953'te olumlu (ikincisinde biraz daha tedbirli olarak), 1959'da "tehlikeli" (DJIA 584 iken) ve 1964'te de (DJIA 892) "çok yüksek" bulduk. Bu yargıları, bugünün en gerçekçi eleştirilerine karşı bile savunmak mümkün. Ancak, bir yanda istikrarlı ve kontrollü bir hisse senedi politikasını savunan, diğer yandan "piyasayı yenmeye" ve "kazandıranları seçmeye" çalışmayı engelleyen daha muhafazakar önerilerimizden daha faydalı olduğu söylenemez.

Söyleyeceklerimiz kullanışlı olmaktan çok ilginç ve kesin olmaktan çok tahmini sayılsa bile, okurlarımızın hisse senedi piyasasının seviyesi hakkında yapacağımız yeni bir değerlendirmeden -bu kez 1971 seviyeleri- yarar göreceğini düşünüyoruz. Aristo'nun Etik'inin başlarında iyi bir geçiş var: "Aydın bir kafanın işareti, nesnenin doğasının izin verdiği ölçüdeki bir kesinliği beklemektir. Bir matematikçiden olası sonuçları kabul etmek veya bir hatipten kesin bir kanıt istemek ise aynı derecede saçmadır." Bir finansal analistin yeri ise matematikçiyle hatibinki arasında bir yerlerdedir.

1971'in çeşitli dönemlerinde, Dow Jones Sanayi Endeksi, bir önceki baskımızda ele aldığımız Kasım 1964'ün fiyatı olan 892 seviyelerinde gezindi. Ama şimdiki istatistiki incelemede Standard&Poor's bileşik endeksini (veya S&P 500) ve onunla ilgili bilgileri kullanmaya karar verdik. Çünkü bu endeks, 30 hisseyi içeren DJIA'dan daha kapsamlı ve genel piyasayı daha iyi temsil ediyor. Bu malzemenin, daha önceki baskılarda ele aldığımız dört tarihe (1953, 1958, 1963, 1968) yakın yerlerle bir karşılaştırmasında odaklanacağız. Mevcut fiyat seviyesi için, birkaç kez 1971'de ve 1972 başında resmen kayda geçirilen 100 rakamını kullanacağız. Çarpıcı bilgiler Tablo 3-3'de görünecek. Kazanç rakamlarımız için hem geçen yılın hem de son üç yılın ortalamasını; 1971 kâr payları için son on iki ayın rakamlarını; ve 1971 tahvil faizleri ve toptan fiyatları için Ağustos 1971 rakamlarını kullanacağız.

Ekim 1971'in 3 yıllık fiyat/kazanç oranı 1963 ve 1968 sonlarındakinden daha düşüktü. 1958 oranlarıyla aynıydı ama uzun boğa piyasasının ilk yıllarınkinden çok daha yüksekti. Bu önemli gösterge, kendi başına, piyasanın özellikle Ocak 1972'de çok yüksek olduğuna işaret edemez. Ama resme yüksek kaliteli tahvillerin faiz getirisi dahil edilince etkileri çok daha olumsuz hale geliyor. Okur bu tabloda, hisse senedi getirilerinin (kazanç/fiyat) tahvil getirilerine olan oranının dönemin tamamında kötüleşmediğini görür. Bu kritere dayanarak, hisseler için Ocak 1972 rakamının daha önce incelenen yıllardakilere göre çok daha olumsuz olduğunu anla-

Tablo 3-2. Hisse Senedi Piyasası Performansının Bir Tablosu, 1871 - 1970[a]

Dönem	Ortalama Fiyat	Ortalama Kazanç	Ortalama F/K Oranı	Dönem Kâr Payı Ortalaması	Ortalama Getiri	Ortalama Ödenti	*Yıllık Büyüme Oranı*[b] Kazançlar	Kâr Payı
1871-1880	3.58	0.32	11.3	0.21	%6.0	%67	-	-
1881-1890	5.00	0.32	15.6	0.24	%4.7	%75	% - 0.64	% - 0.66
1891-1900	4.65	0.30	15.5	0.19	%4.0	%64	% - 1.04	% - 2.23
1901-1910	8.32	0.63	13.1	0.35	%4.2	%58	% + 6.91	% + 5.33
1911-1920	8.62	0.86	10.0	0.50	%5.8	%58	% + 3.85	% + 3.94
1921-1930	13.89	1.05	13.3	0.71	%5.1	%68	% + 2.84	% + 2.29
1931-1940	11.55	0.68	17.0	0.78	%5.1	%85	% - 2.15	% - 0.23
1941-1950	13.90	1.46	9.5	0.87	%6.3	%60	% + 10.60	% + 3.25
1951-1960	39.20	3.00	13.1	1.63	%4.2	%54	% + 6.74	% + 5.90
1961-1970	82.50	4.83	17.1	2.68	%3.2	%55	% + 5.80[c]	% + 5.40[c]
1954-1956	38.19	2.56	15.1	1.64	%4.3	%65	% + 2.40[d]	% + 7.80[d]
1961-1963	66.10	3.66	18.1	2.14	%3.2	%58	% + 5.15[d]	% + 4.42[d]
1968-1970	93.25	5.60	16.7	3.13	%3.3	%56	% + 6.30[d]	% + 5.60[d]

[a] Yukarıdaki bilgiler N. Molodovsky'nin, Mayıs 1960'da *Financial Analysts Journal*'da çıkan "Hisse Değerleri ve Hisse Fiyatları" isimli makalesindendir. Kaynakları, 1926 öncesi için Cowles Commission'un *Common Stock Indexes* (Hisse Senedi Endeksleri) adlı kitabı ve 1926'dan günümüze kadar olanı için Standard&Poor's 500 Bileşik Endeksi'dir.

[b] Yıllık büyüme oranı rakamları, Molodovsky'nin 1890 , 1900 vs.'de biten ardışık 21 yıllık dönemleri kapsayan derlemesindendir.

[c] 1968-1970'in 1958-1960'la karşılaştırıldığında ortaya çıkan büyüme oranı.

[d] Bu büyüme oranları sırasıyla, 1947-1949'a karşı 1954-1956, 1954-1956'ya karşı 1961-1963 ve 1958-1960'a karşı 1968-1970'dir.

Tablo 3-3. Çeşitli Yıllarda Standard&Poor's Bileşik Endeksiyle Bağlantılı Data

Yıl[b]	*1948*	*1953*	*1958*	*1963*	*1968*	*1971*
Kapanış Fiyatı	15.20	24.81	55.21	75.02	103.9	100[d]
Mevcut Yıldaki Kazanç	2.24	2.51	2.89	4.02	5.76	5.23
Son 3 Yılın Ortalama Kazancı	1.65	2.44	2.22	3.63	5.37	5.53
Mevcut Yıldaki kâr Payı	.93	1.48	1.75	2.28	2.99	3.10
Yüksek Kaliteli Tahvil Faizi[a]	% 2.77	% 3.08	% 4.12	% 4.36	% 6.51	% 7.58
Toptan Fiyat Endeksi	87.9	92.7	100.4	105	108.7	114.3
Oranlar:						
Fiyat/Geçen Yılın Kazançları	6.3 x	9.9 x	18.4 x	18.6 x	18 x	19.2 x
Fiyat/3 Yılın Kazançları	9.2 x	10.2 x	17.6 x	20.7 x	19.5 x	18.1 x
3 Yılın "Kazanç Getirisi"[c]	% 10.9	% 9.8	% 5.8	% 4.8	% 5.15	% 5.53
Kâr Payı Getirisi	% 5.6	% 5.5	% 3.3	% 3.04	% 2.87	% 3.11
Hisse Kazançları Getirisi/Tahvil Getirisi	3.96 x	3.20 x	1.41 x	1.10 x	.80 x	.72 x
Kâr Payı Getirisi/Tahvil Getirisi	2.1 x	1.8 x	.80 x	.70 x	.44 x	.41 x
Kazançlar/Defter Değeri[e]	% 11.2	% 11.8	% 12.8	% 10.5	% 11.5	% 11.5

[a] S & P AAA tahvillerin getirisi.
[b] 1948-1968 takvim yılları, artı Haziran 1971'de biten yıl.
[c] "Kazanç Getirisi" = Kazançlar / Fiyat (% olarak).
[d] DJIA'nın 900'üne eşdeğer olarak Ekim 1971 fiyatı.
[e] Üç yıllık ortalama fiyatlar.

yabiliriz. Kâr payı getirilerini tahvil getirileriyle karşılaştırıldığında bu ilişkinin 1948 ve 1972 arasında tamamen ters yöne döndüğünü görüyoruz. 1948'de hisseler tahvillerin iki katı kazanç getirdi. Şimdi tahviller, hisse senedine göre iki katından fazla getiri sağlıyor.

Son yargımız, 3 yılın kazanç rakamlarına dayanarak, 1971 sonunda tahvil getirisi/hisse senedi getirisi oranındaki olumsuz değişimin, fiyat/kazanç oranındaki olumluluğu ortadan kaldırdığı yönünde olacak. Bu yüzden, 1972 başı fiyat seviyesinin 7 yıl öncesindeki seviyeyle aynı olma eğilimine sahip olması, muhafazakar yatırımcı açısından cazip bir alternatif oluşturmuyor. (Bu tespitimiz, DJIA'nın 1971 yılında sergilediği dalgalanmanın kapsadığı fiyatların -diyelim ki 800 ile 950 arası- çoğunluğu için de geçerli.)

Piyasa dalgalanmalarının tarihine bakacak olursak, 1971 manzarasının, 1969-70'deki düşüşlerden sonra düzensiz bir toparlanma şeklinde oluştuğunu görüyoruz. Geçmişte bu tür toparlanmalar, 1949'da başlayan o ısrarlı ve kalıcı boğa piyasasının yeni bir aşamasını getirmişti. (1971'de Wall Street'in genel beklentisi de buydu.) 1968-1970 döngüsünde, halkın düşük kalitedeki halka arzları toplayarak bozguna uğramasından sonra yeni arzların atlı karıncasının fırıl fırıl dönmeye başlaması için zaman henüz çok erken. (1971). Ne var ki, Kasım 1964'ün 892'lik DJIA seviyesinde olduğu gibi, şimdi de her an kötü birşey olabileceğine işaret eden güvenilir bir piyasa olgusu yok. O zaman teknik olarak, DJIA'nın bir sonraki geri dönüş veya çöküşüne kadar 900 seviyesinin çok üzerilerine çıkma olasılığı yüksek gibi görünüyor. Ama yine de konuyu burada kesmek istemiyoruz. Bizim için, 1971 başındaki piyasanın bir yıldan kısa bir süre öncesinin ızdırap verici olaylarını çabuk unutmuş olması hoşumuza gitmiyor. Böyle bir düşüncesizlik cezalandırılmadan kalabilir mi? Biz yatırımcının, belki 1969-1970 düşüşünün çabuk bir tekrarı, belki de yeni bir boğa atağını takip edecek olan daha feci bir çöküşe[3] hazırlıklı olmasını öneriyoruz.

Yatırımcı Hangi Yolu İzlemeli?

Son baskımızın 35. sayfasında söylediklerimize dönün. Bizim görüşümüz, 1964 sonlarında neyse şimdi de -DJIA 900- aynı.

3. Bu ilk kez 1971'de DJIA 940 iken yazılmıştı. Wall Street'in genel görüşü ise ayrıntılı bir incelemenin de sunduğu gibi DJIA'nın 1975'te ortalama olarak 1520 seviyelerine ulaşacağı idi. Bu rakam, iskonto edilirse 1971 ortasında 1200'e tekabül eder. Mart 1972'de, DJIA 798'e kadar düştükten sonra 940'a gelmişti.

BÖLÜM

4

Genel Portföy Politikası

Savunmacı Yatırımcı

Bir yatırım portföyünün temel nitelikleri genellikle sahibi veya sahiplerin durumu ve özellikleri tarafından belirlenir. Bir uçta, mevduat bankaları, hayat sigortası şirketleri ve yasal vakıf fonları denen kuruluşlar vardır. Bir kuşak önce, bunların yatırımları birçok eyalette yatırımları yüksek kaliteli tahviller ve bazı durumlarda da yüksek kaliteli tercihli hisselerle kısıtlanmıştı. Diğer uçta, menkul kıymet listesine cazip gördüğü her tür tahvil ve hisseyi dahil eden varlıklı ve deneyimli iş adamları var.

Risk alacak parası olmayanların yatırımlarından aldıkları düşük getirilerden memnun olmaları gerektiği eski ve sağlam bir ilkedir. Bundan, yatırımcının hedeflediği getiri oranının alabileceği riskle doğru orantıda olduğu fikri doğmuştur. Bizim görüşümüz öyle değil. Hedeflenen getiri oranı, yatırımcının bu işte gösterebileceği zihinsel gayretle aynı orantıda olmalıdır. En az getiriyi hem güvence isteyen hem de endişeden uzak kalmayı amaçlayan savunmacı yatırımcımız alacaktır. En yüksek getiri ise, azami zihinsel gayret ve beceri gösteren ve her an tetikte olan girişimci yatırımcıya gidecektir. 1965'te şunu ekledik: "Çoğu durumda, büyük kâr olasılığı olan 'kelepir bir hissenin' alınışına ilişkin gerçek risk, %4.5 getirisi olan sıradan bir tahvilin alınışından daha az olabilir." Bu cümle, sonraki yıllarda faiz oranlarının artmasından dolayı uzun vadeli tahvillerin bile piyasa değerlerinden çok kaybetmesiyle, beklediğimizden de daha doğru çıktı.

Portföyde Tahvil-Hisse Dağılımı Sorunu

Savunmacı yatırımcının portföy politikasının bir taslağını en kısa şekliyle daha önce çizmiştik. Savunmacı, fonlarını, yüksek kaliteli tahvillerle yüksek kaliteli hisse senetleri arasında bölüştürmelidir.Temel kural olarak da, yatırımcının fonunda hisse senetlerinin payının %25'ten az veya %75'ten fazla olmaması gerektiğini vurgulamıştık.

Bu dağılımın tam tersi de tahviller için geçerliydi. Burada anlatılmak istenen, standart paylaştırmanın 50-50 olacağı idi. Alışılagelene göre, hisselerin payının artırılmasının sağlam nedenleri arasında uzamış bir ayı piyasasının sunduğu "kelepir fiyatlar" geliyordu. Bunun tam tersi olarak da, piyasa tehlikeli seviyelere yükseldiğinde hisse senetlerinin payı azaltılacaktı.

Bu ders kitabı kurallarını koymak her zaman kolay ama uygulaması ise zor olmuştur, çünkü bunlar boğa ve ayı piyasalarının aşırılıklarını üreten insan doğasına aykırıdır. Sıradan ve ortalama yatırımcıya, piyasa belli bir seviyenin üzerine çıkınca kağıtlarının bir kısmını boşaltmasını ve düşünce de ekleme yapmasını uygulanabilir bir politika olarak önermek neredeyse tam bir ifade çelişkisi yaratmaktadır. Ben, geçmişin büyük yükseliş ve düşüşlerinin, o sıradan kişinin tam zıt bir şekilde hareket etmesi nedeniyle gerçekleştiğine ve bundan sonra da aynı yükseliş ve düşüşlerin ortaya çıkacağına inanıyorum.

Yatırım ve spekülatif işlemler arasındaki ayırım eskiden olduğu kadar belirgin olsaydı yatırımcıları, yüksek fiyatlarda düşüncesiz ve talihsiz spekülatörlere satış yapan ve düşük seviyelerde onlardan geri alan kurnaz, zeki ve deneyimli bir grup olarak görebilirdik. Bu manzara geçmiş günlerde gerçeğe yakın olabilir ama 1949 sonrasından itibaren oluşan finansal gelişmeler çerçevesinde aynı tespiti yapmak çok zor. Yatırım fonları gibi profesyonel işlemlerin bile bu şekilde akıllıca yapıldığına dair bir işaret yok. "Dengeli" ve "hisse senedi" olarak belirlenen iki temel tür fondaki hisse senedi yüzdesi yıldan yıla çok az değişti. Bunların satış faaliyetleri, daha çok geleceği umutsuz olanlardan, umutlu olanlara yönelme şeklinde ortaya çıktı.

Eğer hisse senedi piyasası, hep inandığımız gibi, eski sınırlarından çıkmışsa ve eğer yeni sınırlar henüz konmamışsa yatırımcıya fonundaki hisse senedi payını en az %25'e kadar düşür veya en çok %75'e kadar çıkar diye hiçbir kural öneremeyiz. Genelde, yatırımcının hisse senedi pozisyonun sağlamlığına güveni çok değilse ve 1969-70 tipi bir düşüşü sükunetle karşılayamayacaksa, fonunun yarısından fazlasını hisselere yatırmaması konusunda ısrar edebiliriz. 1972 başındaki seviyelerle böyle bir güvenin nasıl sağlanacağını görmekte güçlük çekiyoruz. Bu nedenle %50'den fazla hisse senedi payına karşıyız. Ama tümleyici nedenlerden dolayı, yatırımcı piyasa seviyesi hakkında kendi kafasında rahat olmadıkça ve piyasa biraz daha yükselirse buna katılımını %25'te sınırlamaktan memnun olmayacaksa, bu oranın %50'nin çok altına indirilmesini önermek de aynı derecede güç.

Bu yüzden, okurlarımıza çok basitmiş gibi görünen 50-50 formülünü empoze etmeye zorlanıyoruz. Bu kural, tahvillerle hisseler arasındaki paylaşımı mümkün ve uygulanabilir olduğu kadar eşit tutmayı öngörür. Piya-

sa seviyesindeki değişiklikler hisselerin payını örneğin %55'e çıkardığında, portföydeki hisselerin onbirde biri satılıp tahvillere aktarılarak tekrar denge sağlanır. Bunun tersi olarak, hisselerin payı %45'e düştüğünde tahvillerin onbirde biriyle yeni hisseler alınmalıdır.

1937'den sonraki yıllarda Yale Üniversitesi buna benzer bir plan uyguladı ama onların hisse payı %35 civarlarındaydı. Ne var ki 1950 başlarında, Yale bu bir zamanlar meşhur olan formülünü terk etti ve 1969'da portföylerinin %61'i hisse senetlerinden oluşuyordu. (O zamanlar, 71 kuruluşun toplamı 7.6 milyar doları bulan emeklilik fonlarının %60.3'ü hisse senetlerindeydi.) Yale örneği, büyük çapta piyasa yükselmesinin bir zamanlar popüler olan *formül yaklaşımına* öldürücü etkisini gösteriyor. Buna rağmen, bu yaklaşımın 50-50 yorumunun savunmacı yatırımcı için mantıklı olduğuna inanıyoruz. Bu kuralın uygulanması çok basit ve yatırımcıyı tartışmasız olarak doğru tarafa yönlendiriyor. Bu kuralı uygulayan yatırımcı, piyasa gelişmelerine en azından bazı tepkiler gösterdiği duygusunu edindiriyor. En önemlisi, piyasa giderek daha tehlikeli zirvelere ulaştıkça yatırımcının, hisselerin içine daha fazla batmasına izin vermiyor.

Buna ek olarak gerçek bir muhafazakar yatırımcı, yükselen bir piyasada portföyünün yarısının sağladığı getiriden memnun olurken, ciddi bir düşüşte de daha girişimci meslektaşlarından çok daha iyi bir durumda olduğunu görmekle teselli bulacaktır.

Önerdiğimiz 50-50 paylaştırma düzenlenebilecek şüphesiz en basit "her amaca uygun" bir program olmasına rağmen, elde edilecek sonuçlar açısından en iyisi olmayabilir. (Elbette ki ister mekanik ister başka türlü olsun hiçbir başka yaklaşımın da daha iyi sonuçlar vereceğinden emin olunamaz.) Şimdi hisse senetlerinden çok daha iyi getiren iyi tahviller, portföyün tahvil kısmını yeğleyen tezi daha kuvvetli kılıyor. Yatırımcının hisse senetlerine ayıracağı oranın %50 veya daha aşağı olması seçeneği pekâlâ onun tutum ve mizacına bağlı olabilir. Soğukkanlı bir şekilde şansını değerlendirebiliyorsa, şu anda %25'lik düşük bir hisse senedi oranını yeğleyecek ve tahvillerle hisseler arası bölüşüm oranını tekrar 50-50'ye çıkartmak için DJIA getirisinin tahvil getirilerinin mesela üçte ikisine gelmesini bekleyecektir. Bu beklenti, DJIA için 900 ve birim kâr payı olarak 36$'dan başlayarak, ya öncü hisselerde bir değişiklik olmadan vergi öncesi tahvil getirilerinde %7.5'tan %5.5'a düşüş gerektirecek veya tahvil getirilerinde bir düşüş ve kâr paylarında bir yükseliş olmadan DJIA'nın 660'a kadar düşmesini zorunlu kılacaktır. Her iki unsurun da ortalarda bir yerlerde değişimleri aynı "alım noktasını" oluşturacaktır. Böyle bir program pek karmaşık değildir; zor olan onu uyarlayıp vazgeçmemektir. Bu yöntemin aşırı muhafazakar çıkabileceğini de unutmamak gerekir.

Tahvil Payı

Portföyün bu kısmında ne tip tahvil alınacağı seçeneği iki soru üretir: Vergiye tabi veya vergiden muaf tahviller mi alınacak? Tahvil kısa mı yoksa uzun vadeli mi olacak? Vergi konusu bir matematik hesap unsuru olmalı, yatırımcının bulunduğu vergi dilimiyle karşılaştırıldığında getirilerin farklarına göre seçim yapılmalıdır. Ocak 1972'de, 20 yıl vadelilerdeki seçenekler mesela %7.5 getiren "Aa" rating'li şirket tahvilleriyle %5.3 getiren sağlam, vergiden muaf tahviller arasındaydı. ("Belediye tahvilleri" terimi genellikle, devlet tahvilleri de dahil olmak üzere, her türlü vergiden muaf tahvil için kullanılır.) Görüldüğü gibi bu vade için, şirket tahvillerinden belediye tahvillerine geçişte %30'luk bir gelir kayıbı vardı. Yani, eğer yatırımcı %30'dan yüksek olan en yüksek vergi diliminde olsaydı belediye tahvillerini seçerek vergi sonrası bir gelire sahip olacaktı. Ancak azami vergi dilimi %30'dan az olursa bunun tam tersi gerçekleşecekti. İndirimler mahsup edildikten sonra geliri 10,000$'ı geçen bir bekâr %30 oranında vergi ödemeye başlar. Buna karşılık evli bir çift için bu dilim, ikisinin toplam geliri olarak 20,000$'dır. Burada, iyi belediye tahvillerine yatırım yapan bireysel yatırımcıların büyük bir bölümünün iyi şirket tahvillerine yatırım yapanlardan daha yüksek bir vergi sonrası getiri elde edecekleri açıkça görünüyor.

Uzun veya kısa vadeli seçimi ise çok daha değişik bir soru üretmektedir: Yatırımcı, (1) daha düşük bir yıllık getiri ve (2) anaparada hissedilir bir kazanç olasılığının kaybı karşılığında kendisini tahvillerinin fiyatlarının düşmesine karşı sigortalamak mı istiyor? Bu soruyu Yatırımcı ve Piyasa Dalgalanmaları başlıklı 8. Bölüm'de ele alacağız.

Geçmişte birçok yılı kapsayan bir dönem boyunca, bireyler için en mantıklı tahvil alımı A.B.D. tasarruf kağıtlarıydı. Bunların güvencesi tartışılmazdı ve hâlâ da öyledir. Bunlar diğer birinci kalitedeki tahvillerden daha iyi getiri sağladılar. Cazibelerini artıran iade seçeneği ve diğer haklar mevcuttu. Daha önceki baskılarımızda, "A.B.D. Tasarruf Bonoları: Yatırımcılar için bir Nimet" başlığı altında ayrı bir bölümümüz vardı.

A.B.D. tasarruf bonolarının, hâlâ her bireysel yatırımcıya uyan kendine has özellikleri var. Bu alternatifin mütevazı bir tutarda sermayesi -mesela tahvillere yatırılabilecek 10,000 doları- olan yatırımcı için hâlâ en kolay ve iyi seçenek olduğunu düşünüyoruz. Ama daha büyük fon sahipleri diğer araçları daha cazip bulabilir.

Yatırımcıların dikkatini hak eden tahvillerin birkaç ana türünü sıralayalım ve genel tasvirlerini yaparak emniyet, getiri, piyasa fiyatı, gelir vergisi durumu ve diğer unsurlarını ele alalım.

1. A.B.D. TASARRUF BONOLARI, E VE H SERİLERİ. İlk önce koşullarını özetleyip daha sonra bu eşsiz, cazip ve uygun yatırım araçlarının çeşitli avantajlarından bahsedelim. H serisi de diğer bonolar gibi yılda iki kez

faiz ödüyor. Faiz oranı ilk yıl için %4.29 daha sonra vade sonuna kadar kalan 9 yıl için sabit ve %5.10 oranında. E serisi bonolarda faiz ödenmiyor ama itfa değerindeki artış şekliyle sahibine birikiyor. Bonolar nominal değerinin %75 fiyatına satılıyor ve satıştan 5 yıl 10 ay sonra vade sonunda %100 ödüyor. Eğer vade sonuna kadar tutulursa getirisi, yılda iki kez bileşik olarak hesaplandığında, %5'e geliyor. Daha önce satılırsa, getiri ilk yılın asgari %4.01'inden gelecek $4^{5/6}$ yıl için ortalama %5.20'ye çıkıyor.

Bono faizleri federal gelir vergisine tabidir ama eyalet gelir vergisinden muaftır. Ne var ki, E serisi bonoların federal gelir vergisi, bono sahibinin tercihine göre faiz biriktikçe (daha yüksek itfa değeri vasıtasıyla) yıllık olarak veya bono satıldığında ödenir.

E serisi bonolara sahip olanlar alıştan hemen sonra mevcut geri alım bedeli üzerinden nakde dönebilirler. H serisi bonoların sahipleri de benzer haklara sahiptir ve nominal değerden (maliyet) geri satış yapabilirler. E serisi bonolar, bir takım vergi avantajları yaratacak şekilde H serisiyle değiştirilebilirler. Kaybolan, tahrif olan ve çalınan bonolar da bir ücret talep edilmeden yenilenir. Yıllık alımlara bazı kısıtlamalar getirilmiştir ama aile fertlerinin müşterek sahipliğine tanınan liberal koşullar çoğu yatırımcının istediği miktar alabilmesini sağlar. *Yorum: (1)* Hem anapara hem de faizde böyle mutlak bir güvencesi olan, (2) istendiği her hangi bir zamanda tam "iade" yapılabilen ve (3) en az on yıl %5 getiriyi garanti eden başka hiçbir yatırım aracı bulunmaz. Daha eskiden çıkarılan E serisi bonoların sahiplerinin vade sonunda vadeyi uzatma ve böylece her yıl yükselen yıllık getiriler biriktirme hakları da vardı. Bu uzun vadelerde gelir vergisi ödemelerinin ertelenmesi büyük avantajlar getirmişti ki bunların elde edilen net vergi sonrası getir oranını en az üçte bir artırdığını hesap ediyoruz. Bunun tam tersi olarak, bonoları maliyet fiyatında veya daha iyi bir fiyatta geri satma hakkı, geçmişin birçok bono yatırımcısını zarar ettiren düşük faiz oranlarında, alıcılara anapara değerinin azalmasına karşı tam bir koruma sağlamıştı. Başka bir ifadeyle, onlara düşük faizli kağıtlarını bir maliyet ödemeden çok daha yüksek faizli kağıtlarla değiştirerek kâr etme olanağı tanınmıştı.

Bizim bakış açımızdan, tasarruf bonosu sahiplerine tanınan bu özel avantajlar mevcut düşük getirileri fazlasıyla karşılıyor.

2. DİĞER BİRLEŞİK DEVLETLER BONOLARI. Çeşitli vade ve faiz oranlarını içeren bol miktarda ABD bonosu bulmak mümkün. Anapara ve faiz ödemesi açısından hepsi tam güvencededir. Tümü federal gelir vergisine tabi ama eyalet gelir vergisinden muaftır. 1971 sonlarında, uzun vadeli kağıtlar -10 yılın üzerinde- ortalama %6.09, orta vadeliler (3- 5 yıl arası) %6.35 ve kısa vadeliler %6.03 getirdi.

1970'de eskiden çıkarılan birkaç kağıdı büyük iskontolarla almak mümkündü. Bunların bazıları nominal değerleriyle gayrimenkul vergilerinin öden-

mesi yerine geçiyor. Örnek: 1990 vadeli ve %3.5 kuponlu A.B.D. hazine bonosu bu kategoride. Fiyatı 1970'de 60 iken yılı 77'de kapattı.

Birçok durumda Amerikan hükümetinin bazı dolaylı borçlanma araçlarının aynı vadeli ana hazine bonolarından çok daha iyi getiriler sunduğunu not etmek de ilginç. Şu sıralarda, "Ulaştırma Bakanlığı'nın Tam Güvencesi Altında Bulunan Sertifikalar" %7.05 veriyor. Bu aynı yıl (1986) vadeli hazine bonosunun oranından tam %1 daha yüksek. Bu sertifikalar aslında Penn Central Transportation Co.'nun kayyımları adına ihraç edilmişti ama A.B.D. Baş Savcısının "Amerikan hükümetinin tüm sözü ve kredisini arkasına alan yükümlülüğünün oluşturduğu garanti altındadır" ifadesi temel alınarak satılmıştı. Geçmişte bunun gibi birçok dolaylı borçlanma A.B.D. hükümeti tarafından üstlenildi ve hepsi de düzenli bir şekilde ödendi.

Okur, Ulaştırma Bakanlığı garantisini içeren ve sonuçta vergi mükelleflerine daha fazlaya mal olan bu kadar dolambaçlı yola neden gerek duyulduğunu merak edebilir. Bu dolaylı yolun ana nedeni Kongre'nin hükümete uyguladığı borçlanma kısıtlamalarıdır. Belli ki hükümetin garantisi altında olan diğer ihraçlar borç olarak görülmemektedir. Belki de bu durumun en önemli etkisi Konut İdaresi bonolarının yaratılmasıydı ki bunlar da hükümet garantisi altındaydı ve hükümet bonolarına eşit statüde olan tek vergiden muaf ihraçlardı. Hükümet garantisi altında olan bir diğer tür ihraç da yeni çıkarılan ve Eylül 1971 fiyatıyla %7.60 getiri sağlayan Yeni Toplum Borçlanma Sertifikalarıdır.

3. EYALET VE BELEDİYE TAHVİLLERİ. Bunlar Federal gelir vergisinden muaftır. Çoğu zaman da ihraç edildikleri eyaletin gelir vergilerinden muaftırlar ama diğer eyaletlerde vergiye tabi olurlar. Ya eyaletin veya alt birimlerinin direkt yükümlülüğü altında ya da paralı yol, köprü, bina kirası gibi gelirlerin faiz ödemelerine dayanan "irat tahvilleridir". Her vergiden muaf tahvil, savunmacı yatırımcının alışına geçerli neden teşkil edecek kadar güvence altında değildir. Yatırımcının seçimine Moody's veya Standard&Poor's gibi rating kuruluşları yol gösterir. Her iki kurum tarafından da kullanılan en yüksek üç rating olan Aaa (AAA), Aa (AA) veya A, yeterli derecede güvencenin işaretidir. Bu tahvillerin getirileri kalite ve vadelerine (kısa vadelilerin getirileri daha az olmak üzere) göre değişir. 1971 sonlarında, Standard&Poor's belediye tahvilleri endeksinde temsil edilen ihraçların ortalama olarak, kalite rating'i AA, vadeleri 20 yıl, getirileri ise %5.78 olarak gerçekleşti. Örneğin, Vineland N.J. gibi tipik bir ihraç AA rating'li idi ve bir yıllık vadede yalnızca %3 getirirken, 1995 ve 1996 vadelerine getirisi %5.8'e çıkıyordu.[1]

1. Daha yüksek bir vergiden muaf getiri, yeterli derecede güvence altında olan bazı Sanayi Geliri Tahvilleri"nden elde edilebilir. Bunlar finansal buluşlar arasına nispeten yeni katılan ve girişimci yatırımcıya cazip gelebilecek ihraçlardandır.

4. ŞİRKET TAHVİLLERİ. Bu tahviller hem Federal hem de eyalet gelir vergilerine tabidir. 1972 başlarında, Moody's Aaa şirket tahvilleri endeksinin yayınlanan getiri oranının aksettirdiği gibi en iyi kalitede olanları 25 yıllık vade için %7.19 getirdiler. Daha düşük kalitedeki -Baa rating'li- ihraçlar uzun vadeler için %8.23 getiri sağladılar. Her kategoride daha düşük vadeliler uzun vadelilerden biraz daha düşük getiri sağlayacaktır.

Yorum: Yukarıdaki özetler, sıradan yatırımcının iyi kaliteli tahviller arasında birkaç seçeneği bulunduğunu gösteriyor. Yüksek gelir vergisi diliminde olanlar, iyi kaliteli vergiden muaf ihraçlarda vergiye tabi olanlardan daha iyi bir net getiri elde edebilirler. Diğerleri için, 1972 başlarının vergiye tabi getirileri, A.B.D. tasarruf bonolarının %5.0'i ile yüksek kaliteli şirket tahvillerinin %7.5'i arasında olacak gibi görünüyor.

Daha Yüksek Getirili Tahvil Yatırımları

Yatırımcı tahvillerden, kaliteden ödün verme karşılığında, daha yüksek gelir elde edebilir. Deneyimimiz sıradan yatırımcının bu yüksek getirili tahvillerden uzak durmasının daha akıllıca olduğunu söylüyor. Bir bütün olarak alındıklarında, birinci kalite ihraçlardan daha iyi bir toplam getiri sağlayabilseler de sahiplerini kaygı verici fiyat düşüşlerinden temerrüte kadar her olumsuzluğa yol açan, beklenmeyen gelişmelerin risklerine maruz bırakırlar. (Düşük kalitede tahvillerde sık sık kelepir fırsatların oluştuğu doğrudur ama bunlardan faydalanmak için özel inceleme ve beceri sahibi olmak gerekir.)

Belki de burada, Kongre'nin hükümetin direkt tahvil ihraçlarına uyguladığı kısıtlamaların, yatırımcıların hükümet garantili borç yükümlülüklerini alışları için en azından iki tür "kelepir fırsat" yarattığını eklemek gerekir. Bunlardan biri vergiden muaf "Yeni Konut" ihraçları diğeri ise yeni yaratılan (vergiye tabi) "Yeni Toplum Borç Sertifikaları". Temmuz 1971'de Yeni Konut ihraçları Federal ve eyalet vergilerinden muaf olarak %5.8 getirirken, vergiye tabi Yeni Toplum Borçlanma Sertifikaları, Eylül 1971 satış fiyatlarıyla, %7.60 kazanç sağladı. Her iki yükümlülüğün de arkasında Birleşik Devletler hükümetinin "tüm sözü ve kredisi" var ve son derece güvenceli oldukları şüphe götürmez. Ve -net bazda- hazine bonolarından çok daha iyi getiri sunuyorlar.

Tahvil Yerine Mevduat Hesapları

Bir yatırımcı, birinci kalite kısa vadeli tahvillerden elde ettiği faiz kadar yüksek bir oranı artık bir ticari veya tasarruf bankasındaki mevduat hesabından (veya bir bankanın mevduat sertifikasından) elde edebilir. Banka

mevduatlarındaki faiz oranları ileride düşebilir ama mevcut koşullarda kısa vadeli tahvil yatırımlarına uygun bir alternatif oluşturuyorlar.

Değiştirilebilir İhraçlar

Bunları 16. bölümde göreceğiz. Tahvillerin fiyat değişkenliğine, Yatırımcı ve Piyasa Dalgalanmaları başlıklı 8. bölümde değineceğiz.

İtfa Koşulları

Daha önceki baskılarda, tahvil finansmanının bu yönünü bir hayli ayrıntılı olarak incelemiştik. Çünkü yatırımcıyı ciddi fakat pek az farkedilen bir adaletsizliğe maruz bırakıyordu. Tipik bir vakada, tahviller ihraçlarından çok kısa bir süre sonra ve de ihraç fiyatının çok mütevazi bir miktar üstünde -örneğin %5 ile- itfa edilebiliyorlardı. Bu olay, faiz oranlarının çok dalgalı olduğu bir dönemde, yatırımcının olumsuz gelişmelerin tüm sıkıntısını çekmek zorunda kalacağı, bunun aksine olumlu gelişmelerin meyvelerinin ancak küçük bir bölümünü toplayabileceği anlamına geliyordu.

ÖRNEK: Standart örneğimiz, halka 1928 yılında 101'den satılan American Gas&Electric firmasının 100 yıllık ve %5 kuponlu tahvilleriydi. Dört yıl sonra, neredeyse panik koşulları altında bu iyi kalite tahvillerin fiyatı 62.5'e düşerken getirisi %8'e çıktı. 1946'ya geldiğimizde, büyük bir geri dönüş sonucunda, bu tür tahviller %3 getiri verecek fiyattan satılıp %5 kuponlu ihraçların 160'tan kote edilebileceği zamanda, firma itfa koşullarını lehine kullandı ve kağıdı 106'dan geri aldı.

Bu durum, tahvil sözleşmelerindeki itfa özelliği ustaca gizlenmiş bir "tura gelirse ben kazanırım, yazı gelirse sen kaybedersin" vakasıydı. En sonunda, tahvil alan kurumlar bu adaletsiz düzenlemeyi reddettiler. Son yıllarda, çoğu yüksek kuponlu, uzun vadeli kağıt, geri almalara karşı ihraç tarihinden geçerli olmak üzere on veya daha fazla yıl korunmalı oldu. Bu hâlâ fiyat yükselişini kısıtlıyor ama aynı adaletsizlikle değil.

Daha kullanışlı bir ifadeyle, uzun vadeli kağıtlarda, yatırımcıya getirinin küçük bir miktarını kurban ederek geri çağırmalarını, örneğin 20 veya 25 yıl önleyecek garantiler elde etmeyi öneriyoruz. Buna benzer olarak, nominal değerde işlem gören ve birkaç yıl içinde itfa edilebilir yüksek kuponlu tahviller yerine iskontolu bir düşük kuponlu tahvili almak daha avantajlıdır. Çünkü iskonto -örneğin, %63$^{1/2}$'den işlem gören, %3$^{1/2}$ kuponlu, %7.85 getirili- bir itfa durumuna karşı tam bir koruma sağlar.

Düz (Değiştirilemez) - Tercihli Hisse Senetleri

Tercihli hisse senetleri hakkında burada bazı genel gözlemler yapmak gerekir. Gerçekten iyi nitelikte tercihli hisse senetleri de olabilir ama oluşturdukları yatırım şekilleri itibariyle, doğal olarak kötüdürler. Bir tercihli hisse sahibinin güvencesi, şirketin adi hisselere kâr payı ödeme yeteneği ve isteğine bağlıdır. Kâr payı ödenmiyor veya ödenmesi tehlikeye girmişse, direktörler adi hisselere kâr payı ödemediği müddetçe tercihli hisse sahibine de ödeme yapmak yükümlülüğü olmayacağından bu kişinin durumu da tehlikeye girer. Öte yandan, tipik bir tercihli hissenin, sabit kâr payı oranı haricinde şirketin kârları üzerinde hiçbir payı olmaz. Bu yüzden, tercihli hisse sahibinde, ne bir tahvil sahibinin (borç veren) yasal hakları ne de adi hissedarın (ortak) kâr potansiyeli bulunur.

Tercihli hisselerin bu yasal yetersizlikleri hep ekonomik durgunluk dönemlerinde su yüzüne çıkar. Tercihli hisselerin ancak çok küçük bir kısmı her koşulda tartışmasız bir yatırım statüsünü koruyacak kadar sağlam ve yerleşiktir. Deneyime göre, ancak geçici bir terslik sonucu fiyatları gereksiz seviyelere düşmüş olan tercihli hisseler alınır. (Böyle zamanlarda, bunlar saldırgan yatırımcı için uygun olabilir ama savunmacı yatırımcı için çok sıradışıdır.)

Başka bir ifadeyle, ya kelepirken alınmalı ya da hiç alınmamalıdır. Daha sonra, bazı özel kâr fırsatları taşıyan değiştirilebilir ve buna benzer öncelikli kağıtlardan bahsedeceğiz.

Tercihli hisselerin genel pozisyonunda başka bir özellik de bahsedilmeyi hak ediyor. Kurumsal müşteriler için, bireysel alıcılardan çok daha iyi bir vergi statüsü sunuyor. Kurumlar, olağan faiz gelirlerinin tamamı üzerinden vergi öderken bu oran kâr paylarından elde edilen gelirin ancak %15'ine iniyor. 1972'den beri kurumsal vergi oranı %48 düzeyinde. Bu oran tahvil faizi olarak elde edilen 100$'lık gelir için 48$ vergi verilirken, tercihli hisselerden elde edilen 100$'lık kâr payından ödenen vergi miktarının sadece 7.20$ olması anlamına geliyor. Öte yandan, bireysel yatırımcılar yeni uygulamaya konan küçük bir muafiyet haricinde, tahvil faizi gelirleri için ne oran ödüyorlarsa aynısını tercihli hisse yatırımlarında da ödüyorlar. Bu nedenle, vergiden muaf tahviller gelir vergisi ödeyen yatırımcılar için, tüm yatırım-yapılabilir tercihli hisse senetleri ise kurumlar için avantajlıdır.

Menkul Kıymet Yöntemleri

Şimdiye kadar kapsadığımız kadarıyla, tahvil ve tercihli hisse yöntemleri kolay anlaşılır ve basit konulardır. Tahvil sahibi, sabit faiz ve belli bir tarihte anaparasını geri alma hakkına sahiptir. Tercihli hisse sahibi ise, adi hisselerden önce ödenmesi gereken sabit bir kâr payından başka hiçbir hakka

sahip değildir. Anaparası hiçbir zaman ödenmeyecektir. (Kâr payı kümülatif olabilir veya olmayabilir. Oy hakkına sahip olabilir veya olmayabilir.)

Yukarıdakiler standart koşulları tasvir etmektedir ve şüphesiz ki bu standartlardan sayısız sapmalar bulunur. Bunların en iyi tanınan türleri değiştirilebilir tahviller ve buna benzer ihraçlar ve gelir tahvilleridir. Gelir tahvillerinde, şirket kazanç sağlamadığı sürece faiz ödenmesi zorunlu değildir. (Ödenmemiş faizler gelecekteki kârlardan mahsup edilmek üzere birikebilir ama bunun vadesi genellikle 3 yılla sınırlandırılmıştır.)

Gelir tahvillerinin kurumlarca kullanım oranının şimdikinden çok daha fazla olması gerekir. Böyle olmaması belli ki ekonomi tarihinin küçük bir kazasından dolayı. Gelir tahvilleri ilk olarak büyük miktarlarda demiryolu kurumları ile ihraca başladı ve bu yüzden daha baştan mali zorluklar ve kötü yatırım durumları ile anılır oldu. Ama gelir tahvillerinin işleyiş şeklinin birkaç pratik avantajı da vardır. Özellikle son yılların birçok (değiştirilebilir) tercihli hisse ihraçları ile karşılaştırıldıklarında veya onlarla değiştirildiklerinde, yatırımcı avantaj sağlayabilir. Bunların arasında en önemlisi, şirketin vergilendirilecek gelirinden düşülebilir olmasıdır. Bu imkan da bu tür sermayenin maliyetini yarıya düşürür. Çoğu zaman yatırımcı açısından herhalde en iyisi (1) şirket kazandığında koşulsuz olarak faiz ödemelerini alma hakkına sahip bulunmak ve (2) faizin kazanılıp ödenmediği durumlarda, iflas muamelelerinden başka korunma şekillerine hak sahibi olmaktır. Gelir tahvillerinin koşulları, hem borç alan hem de verenin avantajına göre ayarlanabilir. (Tabii ki değiştirme ayrıcalıkları da bunların arasında olabilir.) Böyle olumsuz koşulları bulunan tercihli hisselerin herkes tarafından kabul görmesi ve daha kuvvetli olan gelir tahvillerinin reddolunması, yeni koşulların taze bakış açılarını zorunlu kıldığı Wall Street için şaşırtıcı bir tutumdur. Wall Street'te geleneksel kurum ve alışkanlıklar maalesef mevcudiyetini koruyabiliyor. Her yeni iyimser veya kötümser dalgayla, tarihin ve zamanın testinden geçmiş ilkelerimizi terk etmeye razı oluyoruz ama ön yargılarımıza sorgusuz sualsiz ve inatçı bir tavırla sarılıyoruz.

BÖLÜM

5

Savunmacı Yatırımcı ve Hisse Senetleri

Hisse Senetlerinin Yatırım Değeri

İlk baskımızda (1949), kitabın bu aşamasına geldiğimizde, her yatırım portföyünün büyük bir kısmının adî hisselerden oluşması gerektiğine dair bir tartışmanın uzun bir açıklamasını verme gereğini hissetmiştik. Hisse senetleri genelde çok spekülatif ve dolayısıyla da güvencesiz görülüyordu. 1946'nın yüksek seviyelerinden hatırı sayılır bir miktarda gerilemişlerdi ve bu makul fiyatlarla yatırımcıları cezbedeceklerine tam ters bir etki yaparak menkul kıymetlere olan güvenin temelini aşındırmışlardı. Bunu takip eden 20 yıl içinde, yukarıdaki durumun tam aksi istikamette gelişen piyasa hakkında yorumlar getirmiştik. Hisse senetlerindeki büyük yükseliş onları bu rekor seviyelerde daha güvenceli ve kârlı yatırımlarmış gibi göstermişti. Oysa bu durum beraberinde son derece yüksek bir risk de getiriyordu.

1949'da hisse senetlerini savunmamız iki noktayı gözler önüne getiriyordu. Birincisi, hisse senetleri, enflasyonun etkisiyle yatırımcının dolarlarının erimesine karşı, aslında hiçbir koruma sağlamayan tahvillere karşı çok daha iyi bir güvence sağlıyordu. Hisse senetlerinin ikinci avantajı, uzun vadede daha yüksek ortalama getirilerindeydi. Hem iyi kaliteli tahvillerinkinden daha iyi olan ortalama kâr payı getirileri, hem de dağıtılmayan kârların yatırılmasının bir sonucu olarak, hisse senetlerinin piyasa değeri uzun vadede artma eğilimi içindeydi.

Her ne kadar bu iki avantajın önemi çok büyük olsa da ve her ne kadar hisseler uzun vadede tahvillerden hep daha iyi performans göstermiş olsalar da, tüm bu avantajların, alıcının hisseleri için çok yüksek bir bedel ödemesi durumunda kaybolacağı konusunda devamlı uyarılarda bulunduk. Aynı şey açıkça 1929'da olmuştu ve piyasanın 1929-1932 arasında kaybettiklerini geri alması 25 yıl almıştı. 1957'den itibaren, hisseler yüksek fiyatlarına rağmen, bir kez daha o geleneksel tahvil faizlerinden daha faz-

la kâr payı verme avantajlarını yitirdiler. Bu belirgin olumsuz gelişmenin karşısına enflasyon ve ekonomik büyüme unsurlarının çıkıp çıkmayacağını göreceğiz.

Okur, DJIA'nın 1971 sonlarındaki 900 seviyelerine pek sıcak bakmadığımızı herhalde anlamıştır. Ama daha önce de verdiğimiz nedenlerden dolayı, savunmacı yatırımcı portföyünün büyük bir kısmını hisse senetlerinden oluşturmalıdır. Tamamiyle tahvillerden oluşan bir portföy daha riskli olacağından bu alternatif, kötünün iyisi durumundadır.

Portföyün Hisse Senetlerinden Oluşan Parçası İçin Kurallar

Bir savunmacı yatırımcının portföyü için hisse senetlerinin seçimi nispeten kolay bir iştir. Burada takip edilmesi gereken dört kural öneriyoruz:

1. Yeterli bir miktarda, ama aşırı değil, çeşitleme yapılmalıdır. Bu da en az 10, en fazla 30 ayrı hisse senedi anlamına gelebilir.

2. Seçilen her bir parça, büyük, seçkin ve muhafazakârca finanse edilmiş olmalıdır. Bu sıfatlar her ne kadar kesin tanımlar olmasa da genel amaçları bellidir. Bu nokta hakkındaki gözlemler bölümün sonundadır.

3. Her bir şirket, uzun bir zamandır ve devamlı bir tarzda kâr payı dağıtımlarını yerine getiriyor olmalıdır. (1971'de Dow Jones Sanayi Endeksi'ne dahil tüm hisse senetleri buna uydu.) Daha kesin olmak gerekirse, bu şirketlerin en geç 1950'den itibaren devamlı bir tarzda kâr payı dağıtıyor olmalarını öneriyoruz.

4. Yatırımcının bir hisse senedine ödeyeceği fiyata, şirketin belli bir zaman süresi, örneğin yedi yıl, içindeki ortalama kârlarına göre bir sınırlama getirmesi gerekir. Bu sınırın, bu tür ortalama kârların 25 katı ve son oniki aylık ortalama kârların da 20 katından az olmasını öneriyoruz. Ama böyle bir sınırlama, portföyden tüm en kuvvetli ve en popüler hisseleri eleyecektir. Özellikle, son yıllarda hem spekülatör hem de kurumsal yatırımcıların gözdesi olan "büyüme hisseleri" kategorisinin tamamını yasaklayacaktır. Böyle sert bir kısıtlama önermemizin nedenlerini aşağıda vereceğiz.

Büyüme Hisseleri ve Savunmacı Yatırımcı

"Büyüme hisseleri" terimi, geçmişte hisse başına düşen kârlarını genel piyasa kârlarının çok daha üzerinde artıran ve gelecekte de artırması beklenen hisseler için kullanılır. (Bazı uzmanlar gerçek büyüme hisselerinin hisse başı düşen kârlarını on yıl içinde en az iki katına çıkarmaları gerektiğini söyler. Örneğin, yılda bileşik olarak %7.1 artırmak gibi.) Bu tür hisseler, eğer fiyatları fahiş değilse, elbette alıp tutmak için caziptir. Ama esas sorun da buradadır. Büyüme hisseleri, cari kârlara nazaran hep yüksek fiyatlar-

da ve geçmiş yılların ortalama kârlarının çok yüksek katlarında işlem görürler. Bu yüzden, portföyde bu tür hisselere fazla ağırlık vermek ortaya spekülatif bir unsur çıkarır ve bu alanda başarılı olmak pek kolay bir iş değildir.

Önde gelen büyüme hisselerinden bir tanesi de International Business Machines'dir (IBM). Bu hisse, onu yıllar önce alıp inatla tutanlara müthiş getiriler sağladı. Ama daha önce de belirttiğimiz gibi, hisselerin en iyileri, 1961-62 yılları arasındaki düşüş sırasında değerlerinin %50'sini kaybettiler. 1969-70 düşüşünde de bu kayıplar hemen hemen aynı orandaydı. Diğer bazı büyüme hisseleri, ters yöndeki gelişmelere karşı daha savunmasız kaldılar. Bazı durumlarda, düşüşler yalnızca fiyatlarda değil kârlarda da oluştu ve yatırımcılara büyük rahatsızlıklar verdi. Amacımıza uyan iyi bir ikinci örnek ise, altı yıl içinde hisse başı kârı 40¢'ten 3.91$'a çıkarken fiyatı da 5$'dan 256$'a yükselen Texas Instruments. Burada hisse fiyatının kârlardan beş misli daha hızlı arttığına dikkat edin. Bu popüler hisselerin tipik bir özelliğidir. Ama iki yıl sonra, kârlar neredeyse %50 düşerken fiyat beşte dört kayıp vererek 49$'a indi.

Okur bu örneklerden, bir savunmacı yatırımcı için büyüme hisselerini genel olarak neden çok belirsiz ve riskli bir vasıta olarak gördüğümüzü anlayacaktır. Elbette ki, doğru seviyelerde alınıp büyük yükselişlerden sonra ve olası bir düşüşten önce satılabilen bazı bireysel hisseler ile harika getiriler elde edilebilir. Ama ortalama bir yatırımcının bunu yapabilmeyi ümit etmesi ağaçta para büyümesini beklemesi kadar gerçek dışıdır. Bu durumun tam tersine, nispeten daha gözden düşmüş ve gözden düşmüş oldukları için kârlarının makul katlarında alınabilecek bir grup büyük şirketin, genel yatırımcı kitlesi için çok fevkalâde olmasa da sağlam bir seçim alanı olduğunu düşünüyoruz. Bu tema üzerinde, portföy seçimi hakkındaki bölümümüzde duracağız.

Portföy Değişiklikleri

Bir portföyün içerdiği hisseleri dönemsel olarak tekrar gözden geçirmek artık standart bir uygulama haline gelmiştir. Bu da yatırım danışmanlarının verdiği en büyük hizmetlerden biridir. Hemen tüm aracı kurumlar da, gelecek komisyonları göz önünde bulundurarak bu tür hizmetler için özel bir fiyat talep etmezler. Bazılarının ise özel tarifeleri bulunur.

Savunmacı yatırımcımızın da en azından yılda bir kez portföyündeki değişiklikler hakkında uzmanlara danışmasını öneriyoruz. Sıradan yatırımcıda bu tür bir uzmanlık olmayacağından uzman ve saygın bir kuruluşa başvurmaları önemlidir, çünkü kolayca hem yetersiz hem de etik anlayışı düşük ellere düşebilir. Ne olursa olsun, her bu tür bir danışmada, yatırımcının danışmanına bu bölümde daha önce sıraladığımız dört hisse se-

çimi kuralına uymak istediğini belirtmesi önemlidir. Zaten portföy ilk başta doğru seçilmişse defalarca değiştirilmesine gerek kalmaz.

Dolar Maliyeti Ortalaması

New York Stock Exchange (New York Hisse Senedi Borsası), yatırımcıların her ay aynı dolar tutarını yatırarak bir veya daha fazla hisse senedi almasını sağlayan "aylık alım planını" yaygınlaştırmak için çok gayret sarfetti. Bu dolar maliyeti ortalaması olarak bilinen özel bir tür "formül yatırımının" uygulamasıdır. 1949 yılından itibaren egemen olan fiyat yükselişleri sırasında bu yöntem son derece başarılı olmuştur, çünkü yatırımcının yanlış zamanlarda alım yapması otomatikman engellenmiştir.

Lucile Tomlinson, formüllü yatırım planları hakkındaki kapsamlı çalışmasında[1], Dow Jones Sanayi Endeksi'ni oluşturan hisselerle yapılan dolar maliyeti ortalamasının getirdiği sonuçları hesapladı. Bu çalışmada, ilki 1929'da sonuncusu 1952'de sonuçlanan ve 23 yılı kapsayan 10-yıllık alım dönemleri için testler yapıldı. Her test, ya alım döneminin sonunda ya da onu takip eden beş yıl içinde kârlı sonuçlandı. Bu 23 alım döneminin sonlarındaki ortalama kâr, alınan kâr payları haricinde, %21.5 oldu. Bazı durumlarda, piyasa değerinin geçici olarak büyük düşüşler gösterdiğini söylemeye gerek yok sanırım. Miss Tomlinson bu çok basit yatırım formülü üzerindeki çalışmasını şu çarpıcı cümleyle sonuçlandırıyor: "Bugüne kadar hiç kimse, menkul kıymet fiyatlarına ne olursa olsun, dolar maliyeti ortalaması kadar güvenilir bir formül bulamadı."

Herkesin 20 yıl boyunca her ay hisse senetlerine belli bir miktar para ayırabilme olanağı düşük olduğu için, dolar maliyeti ortalaması yöntemine, her ne kadar ilke olarak sağlam olsa da, pek gerçekçi olmayacağından itiraz edilebilir. Bu eleştiri son yıllarda etkisini kaybetmiş görünüyor. Çünkü hisse senetleri artık sağlam bir tasarruf-yatırım programının bir parçası olarak kabul görüyor. Sistematik ve belli miktarlarda hisse alımları, Birleşik Devletler tasarruf bonoları veya bir hayat sigortası için yapılan benzer devamlı ödemelerden daha fazla psikolojik ve mali güçlük getirmez. Ayrıca diğer tür yatırımlara da tamamlayıcı nitelik taşır. Aylık tutarlar küçük olabilir ama sonuçlar 20 veya daha fazla yıl sonra çarpıcı ve yatırımcı için çok önemli miktarlara ulaşabilir.

1. Practical Formulas for Successful Investing, Wilfred Funk, Inc., 1953.

Yatırımcının Kişisel Durumu

Bu bölümün başında, bireysel portföy sahibinin pozisyonundan kısaca bahsetmiştik. Daha sonra açıkladığımız genel politikalarımız ışığında bu konuya tekrar dönelim. Yatırımcının seçtiği menkul kıymetler, bireyin değişen durumuna göre hangi derecede değişmelidir? Birbirinden çok değişik üç durumu temsil eden aşağıdaki örnekleri ele alalım: (1) kendini ve çocuklarını geçindirmek için 200,000$ bırakılan bir dul; (2) 100,000$'ı ve her yıl artıracağı 10,000$'ı olan meslek hayatının ortasındaki başarılı bir doktor; ve (3) haftada 200$ kazanan ve yılda 1,000$ biriktirebilen genç bir adam.

Dulun geliriyle yaşamını sürdürmesi çok güç olacaktır. Öte yandan, yatırımlarında muhafazakâr davranması da gerekiyor. Fonlarını Birleşik Devletler bonoları ve birinci kalitede hisse senetleri arasında yarı yarıya paylaştırması bu iki amaç arasında bir uzlaşmadır ve savunmacı bir yatırımcı için önerdiğimiz genel reçetemize de uyuyor. (Eğer yatırımcı böyle bir karar için psikolojik olarak hazırsa ve çok yüksek seviyelerde alım yapmadığından emin olabilirse, portföyün hisse senedi bölümü %75'e kadar çıkartılabilir. Ne var ki 1972'de böyle bir durum olmadığını kesin olarak biliyoruz.)

Bu arada, dulun girişimci bir yatırımcı olabilecek nitelikler taşıyabileceğini de göz önünde bulundurabiliriz. Böyle bir durumda amaç ve yöntemleri çok daha değişik olacaktır. Dulun yapmaması gereken tek şey biraz "ilave gelir elde etmek" için spekülasyon alanına girmektir. Toplam sonucu olumlu etkileyeceğine dair güven sağlayacak gerekli malzemeye sahip olmadan kâr ve yüksek gelir elde etmeye çalışmak bu durumda tehlikelidir. Onun için, amaçları doğrultusunda anaparadan her yıl 2,000$ çekerek yaşamaya çalışmak bu paranın yarısını zayıf temeli olan spekülatif kağıtlara yatırmaktan çok daha iyi olacaktır.

Öte yandan daha zengin olan doktor üzerinde böyle bir baskı ve mecburiyet yoktur. Ancak onun da seçeneklerinin aynı olduğuna inanıyoruz. Tüm vaktini ve gayretini yatırım yapma işine harcıyacak mıdır? Böyle bir dürtü veya yeteneğe sahip değilse en iyisi savunmacı yatırımcı olmak gibi kolay bir rolü baştan kabullenmelidir. O halde, portföyünün yapısı "tipik" bir dulun portföyünden değişik olmamalıdır ve hisse senetlerinin oranı da yine aynı şekilde bazı kişisel durumlara göre değişecektir. Yıllık biriktirebildiği miktar da aynı şekilde toplam fonlar gibi yatırılmalıdır.

Ortalama bir doktorun, girişimci bir yatırımcı olma ve olursa da başarıya ulaşma olasılığı ortalama bir dula göre daha fazladır. Ne var ki, burada önemli bir engel ortaya çıkacaktır. Doktorun yatırım eğitimine ve fonlarının yönetimine ayırabileceği zaman çok daha kısıtlıdır. Hatta, doktorların menkul kıymet yatırımı işinde genellikle başarısız oldukları bilinmek-

tedir. Bunun nedeni, genellikle kendi zekâlarına olan yüksek güvenleri ve kuvvetli bir yüksek gelir elde etme arzularıdır. Bunu başarmanın hatırı sayılır bir miktarda zaman ve gayret gerektirdiğinin farkına varmazlar. Ancak profesyonel yatırımcılar gerekli zamanı bulur ve işin istediği gayreti gösterebilir.

Son olarak, yılda 1,000$ biriktirebilen ve yavaş yavaş bunu yükseletebileceğini uman genç adam için de seçenekler aynıdır. Ama başka nedenlerden dolayı. Tasarruflarının bir kısmı otomatik olarak E Serisi bonolara gitmelidir. Geriye kalacak miktar o kadar azdır ki agresif bir yatırımcı olması için zor bir eğitimden geçmesine ve disiplinli bir davranış biçimi geliştirmesine değmez. Bu yüzden, savunmacı bir yatırımcı için getirdiğimiz standart programımızı benimsemesi en kolayı ve mantıklısı olacaktır.

Burada insan tabiatını bir süre için gözardı edelim. Kısıtlı fonları olan olan bir sürü zeki ve genç insan için finans dünyası çok albenilidir. Tasarruflarını bir yatırımda kullanmaya gelince, hem akıllı hem de girişimci olmak isterler ama bu iş onlar için maaşlarından daha önemli değildir. Bu tutum çok olumludur. Bu genç kapitalist finansal eğitimine ve deneyim kazanmaya başlaması için gerekli avantaja sahiptir. Eğer agresif bir yatırımcı olacaksa, mutlaka bazı yanlışlar yapacak ve zararlara uğrayacaktır. Gençlik bu düş kırıklıklarına dayanabilir ve onlardan ders alabilir. Menkul kıymet alımlarına yeni başlamış olan bu gençlere, piyasadan daha akıllı çıkmaya çalışarak gayret ve paralarını harcamamalarını öneriyoruz. Menkul kıymet değerlerini inceleyerek, fiyata karşı değer kavramlarını test ederken küçük miktarları riske atmaları daha iyi olacaktır.

Bu yüzden daha ilk başta vurguladığımız ifademize dönüyoruz. Satın alınacak menkul kıymetler ve amaçlanan getiri oranları, yatırımcının mali kaynaklarına değil bilgi, deneyim ve tutum gibi finansal malzemesine bağlıdır.

"Risk" Kavramı Hakkında Birkaç Söz

Geleneksel olarak, iyi kalite tahvillerin iyi kalite tercihli hisselerden ve tercihli hisselerin de adî hisselerden daha az riskli oldukları kabul edilir. İşte bu düşünüş tarzından, hisse senetlerinin "güvenli" olmadıklarına dair bir önyargı türetilmiştir ki bu da Federal Reserve Board'un 1948'de yayınlanan raporunda belirtilmiştir. "Risk" ve "güvenli olmak" kelimelerinin menkul kıymetler üzerinde iki ayrı şekilde uygulandığını ve bu yüzden de ortaya bir kavram karmaşası çıktığını vurgulamak istiyoruz.

Eğer tahvili çıkartan, faizlerini veya anaparayı ödemezse, o tahvil güvenli olmayacaktır. Buna benzer olarak, eğer tercihli hatta adi bir hisse senedi düzenli kâr payı ödemeleri beklentisiyle alınıp da bu ödemeler azaltılır veya hiç ödenmezse, bu hisse senetleri de güvenli olmaz. Buna ek ola-

rak bir yatırımın, maliyetinden daha düşük bir fiyattan geri satılması olasılığı varsa, söz konusu yatırımın risk içerdiği de doğrudur.

Buna rağmen, risk kavramının, bir menkul kıymetin fiyatının olası düşüşüne (o düşüşün dönemsel ve geçici bir doğası olsa ve yatırım sahibi bu düşüş yüzünden satış yapmayacak bile olsa) uygulanacak kadar uzatıldığını görüyoruz. Bu koşullar, Birleşik Devletler tasarruf bonoları haricinde, her menkul kıymette mevcuttur. Küçük kağıtların da büyüklerden daha fazla riski vardır. Ama burada söz konusu olan gerçek anlamıyla bir risk değildir. Aldığı evin borcunu ödemekte olan kişi eğer o evi kötü bir zamanda satmak zorunda kalırsa büyük bir zarara uğrayabilir. Sıradan emlak ipoteğinin riski veya güvenli oluşu ele alındığında bu unsur göz önünde bulundurulmaz. Buradaki tek kesin kriter düzgün ödemelerdir. Aynı şekilde, her hangi bir işin içerdiği risk, o işin zarar edip etmeyeceğine bağlanır. Kimse iş sahibinin işi satmak zorunda kalıp kalmayacağını düşünmez.

8. Bölüm'de gerçek yatırımcının salt piyasa fiyatı düştü diye para kaybetmeyeceğine olan inancımızı anlatacağız. Bir düşüş olasılığı gerçek bir zarar riski alınıyor anlamına gelmez. Eğer iyi seçilmiş bir grup hisse senedi uzun vadede memnun edici bir getiri vermişse bu yatırımın "güvenli" olduğu ispatlanmıştır. Bu süre içinde, bu yatırımın piyasa değeri dalgalanabilir veya bir süre maliyetin altında seyredebilir. Eğer bu gerçek yatırımı "riskli" yapıyorsa, o zaman ona hem riskli hem de güvenli denmelidir. Eğer risk kavramını sadece, kötü bir satıştan veya şirketin belirgin bir şekilde kötüye gitmesinden veya, belki de daha sık olarak, menkul kıymetin özgül değeriyle karşılaştırıldığında ona ödenen aşırı yüksek fiyattan dolayı ortaya çıkacak bir değer kaybına uygularsak bu karmaşa önlenebilir.[2]

Böyle bir kötüye gitme riskini birçok menkul kıymet taşır. Ama bizim tezimize göre, iyi seçilmiş bir grup hisse senedi bu tür büyük bir miktar riski taşımaz ve bu yüzden de sırf fiyat dalgalanmaları unsuru yüzünden "riskli" sayılamaz. Ama, o hisselere ödenen fiyat özgül değer standartları açısından çok yüksekse ve sonraki ciddi bir düşüşte uğranılan zararlar birkaç yıl sonra kapatılacak olsa bile, böyle bir risk vardır.

2. Yatırım kararları vermek için kullanılan mevcut matematiksel yaklaşımlarda,"riski" ortalama fiyat değişkenliği veya "volatilite" olarak tanımlamak standart bir uygulama haline gelmiştir. Örneğin, Richard A. Brearley'in *An Introduction to Risk and Return* (The M.I.T. Press, 1969) isimli kitabına bir göz atın. Sağlam yatırım kararları için, "risk" kelimesinin bu şekilde kullanılmasının yararından çok zararı olduğunu düşünüyoruz, çünkü piyasa dalgalanmalarına fazla ağırlık tanıyor.

"Büyük, Seçkin ve Muhafazakârca Finanse Edilmiş Şirketler" Kategorisi Hakkında Birkaç Söz

Yukarıdaki başlıkta tırnak içerisine alınan terim bu bölümün başında da kullanılmıştı. Savunmacı yatırımcılar, alımlarını bu tür hisselerle sınırlamalıdır. (Tabii, eğer bu şirketler uzun yıllardır düzenli bir şekilde kâr payı dağıtımı yapıyorsa...) Bu tür sıfatları baz alan bir kriter her zaman belirsiz olacaktır. Büyüklük, seçkinlik veya finansal yapıda muhafazakârlık nasıl ölçülmeli? Muhafazakârlık için, biraz keyfi olsa da, herkesin kabul ettiği belirli bir standart önerebiliriz. Bir sanayi şirketinin finansal yapısı, eğer adî hisse senetleri (defter değerinde), tüm banka borçları da dahil olmak üzere, toplam kapitalizasyonun yarısını temsil etmiyorsa muhafazakâr sayılmaz.[3] Bir demiryolu veya kamu hizmetleri şirketi için bu oran %30'dur.

"Büyük" ve "seçkin" kelimeleri hatırı sayılır bir ölçek ve sektörde öncü bir pozisyon fikirlerini taşır. Bu tür şirketler "birincil" diye isimlendirilirken, tüm diğer hisseler de "ikincildir". Buna tek istisna, büyüme hisselerini, salt büyüme hisseleri oldukları için alan kişilerin bu tür ayrı bir kategori yaratmasıdır. Burada bir kesinlik unsuru kazandırmak amacıyla, "büyük" sıfatını kazanmak için bir şirketin 50 milyon $ değerinde varlıklara veya 50 milyon $ değerinde satışlara sahip olmasını öneriyoruz. "Seçkin" olmak için de o şirketin, kendi sektöründeki şirketler arasında en üst çeyrek veya en üst üçte birlik gruba dahil olması gerektiğine inanıyoruz.

Ne var ki böyle keyfi kriterlerde ısrar etmek pek akıllı olmaz. Bu önerileri sadece yol göstersin diye yapıyoruz. Ama yatırımcının kendisine uyguladığı her hangi bir kural, "büyük" ve "seçkin" kelimelerinin makul anlamları açısından sağduyu çerçevesi dahilinde kaldığı müddetçe kabul edilebilir niteliktedir. Bu düşünce tarzının doğası itibariyle, kimisinin savunmacı yatırıma uygun bulduğu, kimisinin de uygun görmediği büyük bir grup şirket olacaktır. Görüş ve hareketlerin bu kadar değişik olmasında bir zarar yoktur. Hatta, hisse senedi piyasası koşulları üzerinde olumlu bir etkisi olur, çünkü birincil ve ikincil hisseler arasında derecelendirici bir ayırıma olanak tanır.

3. 1971'de DJIA'nın içerdiği tüm şirketler bu kurala uyuyordu.

BÖLÜM

6

Girişimci Yatırımcı İçin Portföy Politikası

Negatif Yaklaşım

"Agresif" yatırımcı, savunmacı yatırımcıyla aynı temelden başlamalı, fonlarını yüksek kaliteli tahvillerle makul fiyatlarda alınmış iyi kalitedeki hisse senetleri arasında paylaştırmalıdır. Diğer tür menkul kıymetlere saldırmaya hazırlıklı olmalıdır ama her seferinde bunu yapması için çok iyi nedenleri olması gerekir. Bu konuyu belli bir sıraya göre sunmak bir hayli zor. Çünkü agresif bir faaliyet için tek veya ideal bir düzen yoktur ve seçenekler çok geniş bir alan yayılmıştır. Seçenek, yalnızca bireyin yetenek ve malzemesine değil aynı zamanda ilgi alanı ve tercihlerine göre değişebilir.

Girişimci yatırımcı için en yararlı genellemeler negatif türdedir. Yüksek kaliteli tercihli hisse senetlerini kurumsal yatırımcılara bırakması daha iyi olur. Yatırımcımız, daha düşük kaliteli tahviller ve tercihli hisseleri, kelepir seviyelerde, yani yüksek kuponlu tahviller için nominal değerin %30 altında ve düşük kuponlu olanlar için de çok daha düşük seviyelerde alım imkanı bulursa alım yapabilir. Aksi takdirde bunlardan uzak durması şart. Getirileri yüksek olsa bile yabancı devletlerin hazine bonolarının alımını başkasına bıraksın. Değiştirilebilir tahviller ve çok cazip gözüken tercihlilerin de içinde bulunduğu yeni arzlar ve sadece yakın geçmişte mükemmel kârlılık göstermiş olan adî hisselerden de sakınsın.

Agresif yatırımcı, standart tahvil yatırımlarında, savunmacı meslektaşına önerilen düzeni takip ederek iyi getiri elde edecektir. Seçimini, şimdilerde %7 1/4 getiri veren yüksek kaliteli vergiye tabi tahvillerle, uzun vadelerde %5.30'a kadar getiri veren iyi kaliteli vergiden muaf tahviller arasından yapacaktır.

İkinci Kalite Tahviller ve Tercihli Hisseler

1971 sonlarında, %7 1/4 getiri ve hatta daha fazla getiri veren birinci kalite şirket tahvilleri bulma olasılığı bulunduğuna göre, sırf daha fazla getiri

veriyorlar diye ikinci kalitedeki tahvillere yönelmenin bir anlamı yok. Hatta düşük kredi notu olan şirketlerin halka son iki yıldır "düz tahvillerini" (örneğin değiştirilemez olanlar) satmaları imkansız hale gelmiştir. Bu yüzden de borç finansmanları tamamen değiştirilebilir tahviller vasıtasıyla yapılmıştır (veya ilişiğinde varant bulunan tahvillerle). Bu değişiklik de onları başka bir kategoriye yerleştiriyor. Değiştirilemeyen tahvillerin hemen hemen tamamı eski arzlardır ve çok büyük iskontolarla işlem görmektedirler. Bu nedenle, bunlardan uygun koşullarda çok büyük kârlar elde edilebilir. Bu koşullar, şirketin kredi notunun yükselmesi ile genel faiz oranlarında bir düşüşün bir araya gelmesiyle meydana gelir.

Ama ikinci kalite tahviller, bu iskontolar ve büyük kâr olasılıklarına rağmen bile, daha iyi kağıtlarla rekabet içindedirler. 1970 yılında, "eski tarz" kuponlu (%2$^{1/2}$'den %4'e) bazı yerleşik tahviller dolar başına 50¢'ten satılıyordu. Örnekler: 1986 vadeli, %2$^{5/8}$ kuponlu American Telephone& Telegraph 51; 1995 vadeli, %4 kuponlu Atchison Topeka & Santa Fe RR 51; 1192 vadeli, %3$^{7/8}$ kuponlu McGraw-Hill 50$^{1/2}$'den satıldı.

Bu nedenle yatırımcılar 1971 sonları koşullarında, yüksek iskontolarla satılan iyi kaliteli tahvillerden istedikleri her şeyi, hem gelir hem de fiyat değerlenmesi olarak elde edebilirler.

Bu kitap boyunca, geçmişteki herhangi bir belirgin ve uzamış piyasa hareketinin gelecekte de tekrarlanma olasılığından bahsediyoruz. Onun için, yüksek kaliteli tahvil fiyat ve getirileri eski normal seviyelerine dönerse, agresif yatırımcının tahvil alanında nasıl bir politika izleyeceğini düşünmek gerekir. Bu nedenle, 1965 baskımızda, yüksek kaliteli tahvil getirileri %4$^{1/2}$'ye düştüğünde bu konu hakkında yaptığımız gözlemleri bir kez daha hatırlatıyoruz:

> Yüzde 8 veya daha yüksek getiri sağlayacak olanlarının kolayca bulunabildiği ikinci kalite tahvillere yatırım yapılması hakkında şimdi bir şeyler söylenmesi gerekiyor. Birinci ve ikinci kaliteler arasındaki ana fark, faiz ödemelerinin kârlar tarafından kaç kez karşılandığında bulunabilir. Örnek: 1964 başında, %5 kuponlu teminatsız Chicago, Milwaukee, St. Paul ve Pacific gelir tahvilleri 68'de işlem görürken, %7.35 getiriyorlardı. Ama 1963 yılında, yıl boyunca ödenen faizlerin, gelir vergilerinden önce, sadece 1.5 misli kazanılmıştı. Buna karşılık, bizim kuralımıza göre, iyi korunmuş bir demiryolu tahvili için bu oran 5 misliydi.[1]

Birçok yatırımcı bu tür menkul kıymetleri satın alır, çünkü "gelire ihtiyaçları vardır" ve bu ihtiyaçlarını iyi kalite kağıtların zayıf getirileri karşılamaz. Deneyim açıkça gösteriyor ki, sadece getiri cazip diye yeterli korun-

1. 1970 yılında, Milwaukee büyük bir zarar açıkladı. Gelir tahvilleri üzerindeki faiz ödemelerini erteledi ve %5 kuponlu kağıdın fiyatı 10'a düştü.

ma sağlamayan bir tahvil veya tercihli hisse senedi almak pek akıllıca değildir. (Buradaki "sadece" kelimesi, kağıdın büyük bir iskontoyla satılmadığı ve bundan dolayı da anapara üzerinde hatırı sayılı bir kâr olasılığı tanımadığı anlamına geliyor.) Bu tür menkul kıymetlerin tam fiyatlarda, yani 100'ün pek altında olmayan seviyelerde alındığı durumlarda, yatırımcının ileride çok daha düşük fiyatlar görme olasılığı fazladır. Çünkü işler kötüye gittiğinde veya piyasa bozulduğunda, bu tür kağıtlar çok düşerler ve sık sık da faiz ödemeleri durdurulur veya en azında tehlikeye girer.

İkinci kalite arzların bu özelliğini göstermek için, 1946-47 arasında bir grup demiryolları gelir tahvillerinin davranışını özetleyelim. 1946 yılında bunların hepsi 96 veya daha yüksekten işlem görüyorlardı ve en yüksek olarak ortalama $102^{1/2}$'yi gördüler. Ne tuhaftır ki, ülkenin demiryolları 1947'de 1946'dan çok daha fazla kâr ediyordu. Bu yüzden de işler iyi gitmesine rağmen fiyat hareketi tersine dönmüştü ve genel piyasadaki satış ortamına uymuştu. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, tahvil piyasasındaki bu daralış hisse senetlerindeki yükselişten oran olarak daha fazlaydı (Dow Jones %23 yükseldi.) Bu tahvilleri 100'den fazla bir maliyetle alanların hisse senedi piyasasında devam edecek bir yükselişten faydalanmaları elbette beklenemezdi. Tek cazip özellik ortalama %4.25 olan gelir getirileriydi (birinci kalite tahvillerin %2.50'lik getirisinin %1.75 üzerinde bir yıllık getiri avantajı). Bu sonuç, ikinci kalite tahvilleri yıllık getirilerindeki küçük bir avantaj için alan yatırımcıların ana paranın hatırı sayılır bir miktarını kaybetme riskini göze aldıklarını çok kısa bir sürede ve açık-seçik bir şekilde gösterdi.

Yukarıdaki örnek, bize "işadamı tipi yatırım" denen hatalı işlemleri hatırlattı. Yüksek kaliteli tahvillerin getiremeyeceği seviyelerde getiri sağlayan ve aynı miktarda da risk taşıyan kağıtların alımı, işadamlığı ile bağdaşmaz. Salt %1 veya %2'lik bir ek yıllık getiri karşılığında anaparanın herkes tarafından kabul edildiği gibi kaybedilme riskini üstlenmek pek akıllıca bir işadamlığı değildir. Eğer bir miktar risk üstlenmek istiyorsanız, işler iyi giderse anaparada büyük bir miktar kâr edeceğinizden emin olmanız gerekir. Yani, nominal değerde işlem gören %5.5 veya %6 kuponlu bir tahvil hemen hemen her zaman kötü bir alım olacaktır. 70 seviyelerinde işlem gören aynı kağıt daha makuldür ve eğer sabırlı olursanız o seviyelerde alım yapabilirsiniz.

İkinci kalite tahviller ve tercihli hisselerin, akıllı bir yatırımcının akılda bulundurması gereken iki çelişkili özelliği vardır. Hemen hepsi kötü piyasalarda çok kötü düşerler. Öte yandan, işler iyi gittiğinde bunların büyük bir kısmı toparlar ve sonuçta iyi getiriler verebilir. Bu, uzun yıllar kâr payı dağıtmamış tercihli hisseler (kümülatif olarak) için bile doğru olabilir. 1930'lardaki uzun süren ekonomik krizin bir sonucu olarak, 1940 başlarında bunlardan birkaçı hâlâ piyasadaydı. 1945-1947 arasındaki savaş sonra-

sı büyüme döneminde bu büyük birikimlerin çoğu nakit ya da yeni menkul kıymetler ile ödendi. Bazen anaparaların bile geri verildiği oldu. Sonuçta, bu kağıtları birkaç yıl önce gözden düşmüşken ve düşük fiyatlardan alanlar büyük kazançlar elde etti.[2]

Hiçbir zaman geri alınamayacak anapara kayıplarının, ikinci sınıf kağıtların sağladığı yüksek getirilerle karşılandığı durumlar da ortaya çıkabilir. Diğer bir ifadeyle, bu kağıtları çok düşük seviyelerden kapatan yatırımcılar, uzun vadede yatırımlarını sadece birinci sınıf kağıtlarla sınırlayanlar kadar ve hatta onlardan daha fazla getiri elde etmiş olabilirler.[3]

Ama pratik olmak gerekirse bu sonuca varmak, büyük çapta bir sapma olacaktır. Sonuç ne olursa olsun, ikinci kalite kağıtları tam fiyatlarından alanlar fiyatlar kötü düştüklerinde endişe duyacak ve sıkıntı çekeceklerdir. Buna ilaveten, ne "ortalama" yapmak için daha fazla kağıt alabilirler ne de daha büyük gelirlerinin bir kısmını, kalıcı oldukları belli olan bu anapara kayıplarını karşılamak veya "amortize" etmek amacıyla ayırabilirler. Eğer uzun deneyimler bu kağıtların büyük bir olasılıkla 70 veya yeni bir zayıf piyasada daha düşük seviyelerde alınabileceğini gösteriyorsa, bu menkul kıymetleri 100 gibi bir fiyatın civarından almaktan kaçınmak için sağduyuya sahip olmak yetecektir.

Yabancı Devlet Tahvilleri

Bu işte az deneyimi olanlar bile dahil olmak üzere tüm yatırımcılar, yabancı devlet tahvillerinin 1914'ten beri kötü bir yatırım tarihi olduğunu bilir. İki dünya savaşı ve araya giren eşi görülmemiş bir ekonomik krizin varlığında da böyle olması beklenirdi. Yine de, her birkaç yılda bir piyasa koşulları, yeni yabancı kağıtların nominal değerlerinden satılmasına elverişli hale gelir. Bu olgu, sıradan bir yatırımcının düşünce tarzı hakkında önemli ipuçları ve bilgi verebilir.

Avustralya'ya veya Norveç'e ait olanlar gibi itibarlı yabancı tahviller hakkında endişe duymak için kesin bir nedenimiz yok. Ama, kötü zamanlara gelindiğinde bu tahvil sahiplerinin yasal veya diğer tür dayanaklarının olmayacağını da biliyoruz. 1953'te, %4$^{1/2}$ kuponlu Küba Cumhuriyeti tahvillerini 117'lere kadar alanlar, faizlerin ödenmeyişini gördükten sonra 1963'te 20'lerden satış yaptılar. O yılın New York Stock Exchange listesinde 36'dan işlem gören %5$^{1/4}$ kuponlu Belçika Kongosu, 30'dan işlem gören

2. Örneğin, 6$ fiyatlı Cities Service ilk tercihli hisseleri, kâr payı ödemeden, birikimler 60$'a çıktığında 1937 yılında 15'den, 1943'de de 27'den işlem gördü. 1947 yılında bu hisselerin yaşamları, her bir hisse karşılığında her biri 196.50$'dan %3 kuponlu borç senetleriyle sona erdirildi. O zamanlar işlem fiyatı en fazla 186'ya kadar çıkmıştı.

3. National Bureau of Economic Research yönetimi altında yapılan ayrıntılı bir istatistikÓ inceleme bu durumu gösteriyor.

%7 kuponlu Yunanistan ve 7'den işlem gören çeşitli Polonya bonoları vardı. Okuyuculardan kaç tanesi, %8 kuponlu Çekoslovakya bonolarının 1922'de $96^{1/2}$'de ilk kez arz olunduktan sonra neler yaptığını biliyor? 1928'de 112'ye çıktılar, 1932'de $67^{3/4}$'e düştüler, 1936'da 106'ya toparladılar, 1939'da 6'ya çöktüler, 1946'da inanılmaz bir şekilde tekrar 117'ye toparladılar, 1948'de 35'e düştüler ve 1970'de 8'e kadar indiler!

Yıllar önce, bizimki gibi zengin bir ülkenin bu yabancı bonoları alıp diğer ülkelere borç vermesinin ahlakî bir yükümlülük olduğu tartışması ortaya atılmıştı. Ama zaman, sanki intikam alırmışçasına, ülkemize başa çıkılması güç bir ödemeler dengesi sorunu getirdi ki bunun nedeninin bir kısmı da getirilerdeki küçük bir avantaj için Amerikan yatırımcılarının yabancı bonolar almasıydı. Yıllar boyu bu tür yatırımların, alıcının bakış açısından, çekicilikleri albenileri hakkındaki eleştirilerimizi dile getirdik. Belki şimdi de bir bölüm yatırımcının, bu tür yatırımları reddetmiş olsalardı hem kendilerine hem de ülkelerine faydaları olacağını ekleyebiliriz.

Genel Olarak, Yeni Arzlar

Yeni arz olunan kağıtları ayrı bir kategoriye sokmak pek akıllı bir iş gibi görünmüyor. Çünkü bunlar çok geniş bir kalite ve cazibe yelpazesinde yer alıyor. Önerilen her hangi bir kurala istisnalar olacağı da kesin. Burada tek yapacağımız öneri, tüm yatırımcıların yeni çıkan kağıtlara çok dikkat etmeleri. Bu kağıtların alınmadan önce titizlikle ve her zamankinden daha fazla ciddi bir testten geçirilmeleri gerekir.

Bu katmerli uyarının iki nedeni var. Bunlardan birincisi, yeni arzların pazarlamasının çok iyi yapılması ve dolayısıyla reklamların ayartıcı özelliklerine karşı bir dayanıklılık geliştirilmesi gereğidir. İkincisi, bu kağıtların çoğu "iyi piyasa koşullarında" arz edilir. Bu alım, satıcı için iyi, alıcı için kötü koşulda yapılmış olur.

En yüksek kaliteli tahvillerden ikinci kalitedekilere ve daha sonra yeni halka açılan şirketlerin hisselerine doğu indikçe, yukarıdaki önerileri göz önünde bulundurmanın etkileri gittikçe daha da önemli hale gelir. Eskiden, mevcut tahvillerin çağrı fiyatından itfa edilerek daha düşük kuponlu yeni kağıtlarla değiştirilmesinden oluşan müthiş bir tutarda kaynak toplanmıştır. Bunların çoğunluğu yüksek kaliteli tahviller ve tercihli hisseler sınıfı altına girer. Alıcıların çoğunluğu kurumsal yatırımcılardı ve çıkarlarını koruyacak uzmanlık ve kaynaklara sahiptiler. Bu yüzden, bu arzların fiyatlamaları benzer kağıtlara uyacak şekilde yapılmıştı ve iyi satıcılık yetenekleri sonucu fazla etkilememişti. Faiz oranları düştükçe, alıcılar bu kağıtlara çok yüksek fiyatlar ödemeye başladılar ve birçok alıcı da bu yüzden anlaşılır bir şekilde piyasadan çekildi. Bu da yeni arzların sadece çıkarana en elverişli koşullarda yapıldığının bir örneği. Halbuki, özellikle yüksek

kaliteli tahvillerde, alıcılar için sonuçlar ciddiden de öteye gidebilir.

1945-46 ve 1960-61 yılları arasındaki dönemlerde satılan daha düşük kalitedeki tahviller ve tercihli hisseleri incelediğimizde durum biraz değişiyor. Burada satıcılık maharetlerinin etkileri biraz daha belirgin hale geliyor, çünkü bu tür kağıtların çoğunun hedefi daha az deneyimli olan bireysel yatırımcılardı. Bu arzların özelliklerinden biri de çıkaran şirketlerin birkaç yıllık performanslarına bakıldığında, pek de parlak bir performansa ulaşamayışları oldu. Eğer son dönemin kârlarının büyük bir engele takılmadan devam edeceği varsayılsaydı, bunlar yeteri kadar güvenli bulunabilirlerdi. Bu kağıtları çıkaran yatırım bankacıları da herhalde aynı varsayımda bulunmuşlardı ki satıcıları buna hem kendilerini hem de müşterilerini inandırmakta pek güçlük çekmemişlerdi. Ne var ki, bu yöntem sonunda pahalı çıkacak ve sağlam olmayan bir yatırım yaklaşımıydı.

Boğa piyasası dönemlerinin özelliklerinden biri de, çok sayıda özel şirketin halka açılmasıdır. 1945-46 ve yine 1960 yıllarında durum böyleydi. Bu süreç öyle olağan dışı boyutlara ulaşmıştı ki sonunda 1962 Mayıs'ında felaketle bitti. O her zamanki "yemin ettim" dönemi birkaç yıl sürdü ve tüm traji-komedi 1967-1969 yılları arasında adım adım tekrarlandı.

Yeni Halka Arz Olunan Hisseler

1959 baskısında yayınlanan aşağıdaki paragrafları, bazı ek yorumlarla tekrarlıyoruz:

> Hisse senetleriyle finansman bulmak iki şekilde olur. Zaten halka açık şirketlerde, ek hisseler orantılı olarak mevcut hissedarlara arz olunur. Kayıt fiyatı piyasanın altındadır ve kayıt yaptırma "hakkının" başlangıçta bir para değeri bulunur. Yeni hisselerin satışını hemen her seferinde bir veya daha fazla yatırım bankası yüklenir ama genel beklenti tüm hisselerin bu kayıt haklarının kullanılmasıyla alınmasıdır. Hali hazırda halka açık olan şirketlerin yeni hisse arzlarında, dağıtıcı fimalar pek bir satış gayreti göstermek zorunda kalmazlar.
>
> İkinci tür, özel şirketlerin halka açılmasıyla satılan hisselerdir. Bu hisselerin çoğunluğu şirketin ana hissedarlarının hisseleridir. Bu kişiler kendi yatırımlarını çeşitlemek için piyasanın olumlu koşullarından faydalanmak isterler. (Daha önce de belirttiğimiz gibi, şirket için taze finansman genellikle tercihli hisseler vasıtasıyla bulunur.) Bu faaliyet, menkul kıymet piyasalarının doğası itibariyle halka birçok düş kırıklığı ve zarar getirecek son derece belirli bir düzeni takip eder. Tehlikelerin kaynağı hem bu şekilde finanse edilen şirketlerin özellikleri hem de bu finansmana olanak tanıyan piyasa koşullarıdır.
>
> Şimdiki önder şirketlerimizin çoğu yüzyılın başında halka açıldı. Zaman geçtikçe halka açılmamış pek büyük şirket kalmadı. Böylece,

yeni halka açılımlar gittikçe daha küçük şirketlerde yoğunlaştı. Aynı dönemde yatırımcılar büyük şirketleri tercih ederken küçüklere karşı da olumsuz bir önyargı geliştirdiler. Diğerleri gibi bu önyargı da boğa piyasalarında zayıflar. Hisselerin genel olarak kazandırdıkları çabuk ve büyük kârlar, halkın tam da alım içgüdüsü geliştirirdiği bir dönemde eleştiri yeteneğini de köreltir. Bu dönemlerde, halka açılmamış özel şirketlerde de çok olumlu sonuçlara rastlanabilir. Ancak 10 yıl veya daha fazla geri gidildiğinde bu sonuçların pek çarpıcı olmadığı görülür.

Bu unsurlar birleştirildiğinde aşağıdaki şu sonuçlar doğar: Boğa piyasasının ortalarında bir yerde ilk halka açılmalar başlar. Bunların genellikle cazip fiyatları olur ve bu ilk hisseleri alanlar genelde iyi kâr ederler. Piyasanın yükselişi devam ettikçe, bu tür finansman arayışlarının sayısı artar; arz olunan şirketlerin kalitesi gittikçe düşer ve istenilen ve ödenen fiyatlar aşırı düzeylerdedir. Boğa dalgasının sonlarına gelindiğinin nispeten güvenilir bir işareti de yeni halka arz olunan küçük ve ne olduğu belirsiz şirketlerin arz fiyatlarının mevcut orta büyüklükte ve uzun piyasa tarihi olan şirketlerin fiyatlarından daha fazla olmasıdır. (Bu hisselerin satışının pek azının önde gelen ve saygıdeğer yatırım bankaları tarafından yüklenildiğine de dikkat edilmelidir.)

Halkın bu dikkatsizliği ve satan kurumların kârla satılabilecek herşeyi satmaya istekli oluşlarının tek bir sonucu olabilir Fiyatların çökmesi... Birçok durumda, yeni kağıtlar halka arz değerlerinin %75 veya daha fazlasını kaybederler. Bu durum, yukarıda da bahsedildiği gibi, halkın piyasa diplerinde iyi zamanlarda kolayca aldıkları bu tür küçük hisselerden uzak durmasıyla daha da kötüleşir. Bu hisselerin çoğu, gerçek değerlerinin ne kadar üstünde halka arz oldularsa, o kadar altına düşerler.

Akıllı yatırımcı için ilk gereken şey, boğa piyasaları sırasında yeni halka arzları satan satıcıların tezgahtarlıklarına, yaltaklanmalarına direnme yeteneğidir. Her ne kadar en ciddi kalite ve değer testlerini geçecek bir iki hisse bulunacak olsa da bu tür bir işe kalkışmak herhalde pek doğru olmayacaktır. Satıcılar elbette içlerinde arz olunduğu günde patlayanların da bulunduğu bir yığın güzel yükselme örneği vereceklerdir, ama bütün bunlar spekülatif havanın bir parçasıdır. Bu şekilde yatırdığınız her bir dolara karşılık sadece iki dolar kaybederseniz kendinizi şanslı sayabilirsiniz. Bu hisselerin bazıları birkaç yıl sonra almak için çok cazip seviyelere gelebilir ve onları hiç kimsenin istemediği bir zamanda gerçek değerlerinden çok aşağılarda satın alabilirsiniz.

1965 baskısında konu hakkında görüşlerimizi şu şekilde sürdürdük:

Hisse senedi piyasasının 1949'dan bu yana göstermiş olduğu davranış biçiminin özellikleri uzun bir deneyimi temel alan bir analizden henüz geçmedi ama yeni halka arzların gelişimi aynen eski reçete-

deki gibi oluştu. 1960-62 yılları arasındaki kadar düşük kalitede halka arzlara ve aşırı fiyat düşüşlerine, daha önceki dönemlerde hiç tanık olmamıştık.[4] Hisse senedi piyasasının geçmiş faciaları unutma konusunda olağanüstü güçlü bir eğilimi vardır. Oysa, piyasadaki yatırımcıların 1925'teki Florida gayri-menkul krizi sırasındaki korunmasızlığını bile hep akılda tutması gerekir.

Mevcut boğa piyasası sona ermeden önce böyle bir halka arz çılgınlığının tekrar başlaması gerekir mi? Kim bilir? Ama, akıllı bir yatırımcının 1962'de neler olduğunu unutmayacağını ve bu çabuk kârları başkalarına bırakarak onların korkunç sonuçlara maruz kalışlarını seyredeceklerini biliyoruz.

1965 baskısındaki bu satırları "Korkunç Bir Örnek" izlemişti: Aetna Maintenance Company hisselerinin Kasım 1961'de 9$'dan satışa çıkışı... Hisseler tipik bir şekilde hızla 15$'a çıktı; ertesi yıl $2^{3/8}$\$'a düştü; ve 1964'te de 7/8$'a. Şirketin bundan sonraki tarihi olağanüstü nitelikler taşır. Bu örnek olağanüstü ve irili ufaklı tüm şirketleri içeren Amerikan iş hayatında oluşmuş değişimleri de açıklıyor. Bu şirketin serüvenini merak eden okur, Ek 4'te aradığını bulabilir.

1967-1970 arasındaki "hep aynı hikâye" yıllarında daha yürek parçalayıcı örnekler bulmak hiç de zor değil. Amacımızı, Standard&Poor's'un *Stock Guide*'ındaki sıralamasının da başında bulunan AAA Enterprises vakasından bir başkası daha iyi ifade edemezdi. Hisseler 1968'de halka 14$'dan arz olunmuştu. Daha sonra hızla 28$'a yükseldiler ama 1971 başında 25¢'ten işlem görüyorlardı. (Şirket ümitsiz bir şekilde iflas mahkemesine daha yeni başvurduğundan bu fiyat bile aşırı şişirilmişti.) 17. Bölümde daha ayrıntılı bir şekilde incelemek üzere ayırdığımız bu halka arz hikâyesinden öğrenecek çok şey ve alınacak önemli uyarılar var.

4. Standard&Poor's'un *Stock Guide*'ından (Hisse Senedi Kılavuzu) alınan bu tür hisseleri temsil eden 41 hisselik bir örnek gruptan, beş tanesi gördükleri en yüksek fiyatın %90'ı veya daha fazlasını, 30 tanesi yarısından fazlasını ve tümü de üçte ikisini kaybetmişlerdi. *Stock Guide*'da sıralanmayan birçok diğerinin de daha fazla kaybettiklerinden eminiz.

BÖLÜM

7

Girişimci Yatırımcı için Portföy Politikası

Pozitif Taraf

Girişimci yatırımcı, dikkatinin ve çabalarının büyük bir kısmını sıradan sonuçlardan biraz daha iyisini yapmaya harcar. Genel yatırım politikamızdan bahsederken, özellikle girişimci yatırımcıya yönelik olarak, tahvil yatırımları hakkında bazı önerilerde bulunmuştuk. Girişimci yatırımcı aşağıdaki tür özel fırsatlarla ilgilenebilir:

(1) Fiilen Birleşik Devletler hükümetinin garantisi altında olan vergiden muaf Yeni Konut İdaresi tahvilleri.

(2) Yine Birleşik Devletler hükümetinin garantisi altında olan, vergiye tabi, ama yüksek getirili Yeni Toplum tahvilleri.

(3) Belediyeler tarafından çıkarılan ama faizi güçlü şirketlerce ödenen vergiden muaf sanayi tahvilleri.

4. bölümde bu nadir görülen tahvil türlerinden bahsedilmişti.

Yelpazenin öbür ucunda, gerçek birer kelepir fırsat teşkil edecek düşük fiyatlarda alınabilen daha düşük kaliteli tahviller olabilir. Ama bunlar tahvillerle adî hisseler arasında gerçek bir ayırımın bulunmadığı "özel durumlar" sahasına dahildir.

Hisse Senedi Alımları

Hisse senetleri alanında, girişimci yatırımcının faaliyetleri dört başlık altında toplanabilir:

1. Düşük piyasalarda alıp, yüksek piyasalarda satmak
2. Dikkatlice seçilmiş "büyüme hisselerini" almak
3. Çeşitli türlerdeki kelepir kağıtları almak
4. "Özel durumlarda" almak

Genel Piyasa Politikası - Zamanlama Formülü

Piyasaya düşükken girip yükselişin sonlarına doğru çıkmayı amaçlayan politikanın sunduğu olanaklar ve bu politikanm kısıtlamaları hakkında görüşlerimizi gelecek bölüme saklıyoruz. Geçmiş yıllarda, bu akıllı ilke en azından piyasanın dönemsel dalgalanmalarını gösteren grafiklerin ilk incelenişinde, hem basit hem de uygulanabilir göründü. Piyasanın son 20 yıldaki hareketinin böyle matematiksel temellere oturtulmuş ilkelerin uygulanmasına izin vermediğini üzülerek de olsa daha önce vurgulamıştık. Oluşan bu dalgalanmalardan faydalanmak için özel bir "trading" yeteneği ve ustalık gerekiyordu. Bu, okurlarımıza aşılamak istediğimiz yatırım zekâsından çok farklı bir yetenek. Biz yatırım politikamıza bu tür yeteneklere dayanan faaliyetleri katmamalıyız.

1972 koşullarında, tüm yatırımcılara önereceğimiz en spesifik ve otomatik formül daha önce savunmacı yatırımcıya önerdiğimiz 50-50 planıdır. Ama, genel piyasa seviyesinin çok tehlikeli veya çok cazip olduğuna kuvvetle inanan yatırımcılar için de asgari %25, azami %75'lik bir marj da tanımıştık. Aşağı yukarı 20 yıl önce, portföyün yüzde kaçının hisse senetlerinden oluşması gerektiğini kesin şekilde hesaplayan formüllerin ayrıntılarından bahsetmek mümkündü. Bu formüllerin işe yaradığından da emin olunabilirdi.[1]

Artık zaman değişmiş gibi görünüyor ve 1949 sonrasında bu tür yaklaşımlarla piyasa formasyonlarına bakarak yeni alım ve satım alanları belirlemenin bir anlamı kalmadı. Geleceğe ışık tutması için 20 yıl hiç de uzun bir süre değil...

Büyüme Hisseleri Yaklaşımı

Her yatırımcı, birkaç yıl boyunca ortalamanın üstünde kâr edecek şirketlerin hisse senetlerini almak ister. Bir büyüme hissesi, bunu geçmişte becermiş ve gelecekte de yapacağı beklenen hissedir.[2] Bu durumda, akıllı yatırımcının büyüme hisselerinin seçimine konsantre olması mantıklı görünüyor. Aslında, birazdan da göstereceğimiz gibi bu zor bir iş.

Geçmişte ortalamalardan daha iyi performans göstermiş şirketleri belirlemek, istatistikleri karıştırmaktan başka bir şey değildir. Bir yatırımcı, böyle 50 veya 100 şirketin bir listesini aracı kurumundan alabilir. O halde

1. Bkz. Lucile Tomlinson, *Practical Formulas for Successful Investing;* ve Sidney Cottle ve W. T. Whitman, *Investment Timing: The Formula Approach,* her ikisi de 1953 baskısı.

2. Salt ona inanlar gelecekte ortalamanın üstünde performans göstermesini bekliyorlar diye sıradan bir bilançosu olan bir şirkete "büyüme hissesi" demek, terimin anlamını bulandırıyor. Bu şirket olsa olsa "gelecek vaat eden" bir şirket olur.

neden bunlardan en güzel gözüken 15 veya 20 tanesini seçip alarak garantili bir hisse senedi portföyü oluşturmuyoruz?

Bu basit fikirde iki kuşkulu nokta var. Birincisi, geçmişte iyi performans göstermiş ve gelecekte de aynısını yapması beklenen hisselerin fiyatları da yüksek olur. Yatırımcı yargısında haklı olabilir ama hâlâ bu işten zararlı çıkabilir, çünkü bu beklenti için fazla fiyat ödemiştir. İkincisi, bu kadar iyi performans geçmişi olan şirketlerin, geleceğe yönelik yüksek beklentileri karşılayamama olasılığı her zaman için mevcuttur. Olağanüstü hızlı büyümeler genellikle ilelebet devam etmez. Bir şirket müthiş bir performans gösterdiğinde, ileride aynı performansı göstermesi güçleşir. Belli bir aşamada büyüme eğrisi düzlenir ve çoğu zaman da aşağı döner.

Büyüme hisseleri alanında, kişi kendini geçmişe dönüp bakarak yaptığı böyle birkaç seçimle kısıtlarsa, büyük servetler kazanabilir. Ama büyük paralar kaybetme tehlikesi de vardır. Bu durumda elde edilebilir toplam sonuçlar nasıl ölçülebilir? Büyüme hisseleri yaklaşımında uzmanlaşan yatırım fonlarının elde ettiği sonuçları inceleyen bir çalışmadan, makul sağlamlıktaki sonuçlamalar edinilebileceğini düşünüyoruz. New York Stock Exchange üyelerinden olan Arthur Wiesenberger&Company tarafından yılda bir kez yayınlanan Investment Companies isimli kılavuz, 120 "büyüme hissesinin" birkaç yıl içinde gösterdiği yıllık performansları hesaplıyor. Bunların arasında 45 tanesinin kayıtları on yıl veya daha fazlasını kapsıyor. Bu şirketlerin ortalama toplam kazançları -fon büyüklüğüne göre ağırlık verilmeden- 1961-1970 arasındaki on yıl için %108'e ulaştı. Buna karşılık, aynı dönemde S&P 500 bileşik endeksi %105, DJIA da %83 getirmiş.[3] 1969 ve 1970'i kapsayan iki yılda, 126 "büyüme fonunun" büyük bir çoğunluğu, her iki endeksten de daha kötü performans göstermiş. Daha önceki incelemelerimizde de benzer sonuçlar bulmuştuk. Bu örnek büyüme hisselerinden oluşan çeşitlemeli bir yatırım portföyünün, genel olarak tüm hisse senetlerinden çok daha iyi bir sonuç vereceğine dair hiçbir belirtinin olmadığını açık bir şekilde kanıtlıyor.

Vasat düzeydeki bir akıllı yatırımcının, büyüme hisseleri alarak, aşırı bir gayret sonrasında bile, birkaç yıl içinde bu alanda uzmanlaşan yatırım kurumlarından daha iyi sonuçlar elde edeceğini düşünmek için hiçbir neden yok. Bu kurumların kaynakları arasında elbette ki sizinkinden daha iyi beyinler ve araştırma olanakları var. Sonuç olarak, girişimci yatırımcıya, büyüme hisselerine fazla konsantre olmamalarını öneriyoruz. Bunun nedeni, böyle özelliği olan kağıtların zaten pahalı oldukları ve bunun da mevcut fiyat/kazanç oranlarına yansıdığıdır. Bunların F/K'sı 20'nin üstündedir. (Savunmacı yatırımcı için önerdiğimiz kriter, son yedi yılın ortala-

3. Bkz. Tablo 7-1.

Tablo 7-1. "Büyüme Fonlarının" Ortalama Sonuçları, 1961 - 1970[a]

	1 Yıl 1970	*5 Yıl 1966 - 1970*	*10 Yıl 1961 - 1970*	*1970 Kâr Payı Getirisi*
17 büyük büyüme fonu	% - 7.5	% + 23.2	% + 121.1	% 2.3
106 daha küçük büyüme fonu - A grubu	% - 17.7	% + 20.3	% + 102.1	% 1.6
38 daha küçük büyüme fonu - B grubu	% - 4.7	% + 23.2	% + 106.7	% 1.4
İsminde "büyüme" kelimesi olan 15 fon	% - 14.2	% + 13.8	% + 97.4	% 1.7
Standard&Poor's Bileşik Endeksi	% + 3.5	% + 16.1	% + 104.7	% 3.4
Dow Jones Sanayi Endeksi	% _ 8.7	% + 2.9	% + 83.0	% 3.7

[a] İstatistikler Wiesenberger Financial Services tarafından sağlanmıştır.

ması olarak 25 idi. Yani piyasa fiyatı ortalama hisse başı kârlarının 25 katından fazla olan kağıtlar alınmamalı.)

Bir kategori olarak büyüme hisseleri hakkındaki en çarpıcı nokta, fiyatlarının büyük dalgalanmalara maruz kaldığı gerçeğidir. Bu, General Electric ve International Business Machines gibi büyük ve yerleşik köklü şirketler için bile geçerlidir. Dalgalanmalar, daha yeni ve küçük şirketlerde çok daha fazla olur. Bu şirketler, 1949 sonrası hisse senedi piyasasının ana özelliğinin, en parlak başarılar elde etmiş şirketlerin hisselerine son derece spekülatif bir unsurun katıldığına ilişkin tezimizi destekliyor. Bu şirketlerin kredi notları yüksek ve dolayısıyla aldıkları borçların faizleri düşük. Bu tür şirketlerin yatırım kalitesi zaman içinde pek değişmiyor ama risk özellikleri hisse senedi piyasasında neler olduğuna bağlı. Halkın böyle şirketler hakkındaki coşkusu ne kadar artarsa ve kazançlardaki asıl büyümeye nazaran hisse senetlerinin fiyatları ne kadar hızlı yükselirse, bunlar o kadar da riskli hale geliyor.

Ama okur, asıl büyük servetlerin, daha şirket ilk yıllarındayken geleceğine güvenip büyük bir özveriyle hisselerini alıp yastığın altına atarak, tereddüt etmeden fiyatlar 100 katı veya daha fazlasına çıkana dek bekleyenler tarafından yapıldığının doğru olup olmadığını soracaktır. Bu soruya cevap "evet" olacaktır. Ama tek bir şirkete yatırım yapmaktan kazanılan büyük servetlerin, o şirketle yakın ilişkide olanlar -şirkette çalışma veya aile bağları, vs.- tarafından yapıldığı da doğrudur. Ancak bu ilişkiye sahip olanlar kaynaklarının büyük bir kısmını böyle tek sepete koyar ve tüm iniş çıkışlara ve yol boyunca oluşan yüksek fiyatlardan satma dürtüsüne karşı koyabilir. Böyle yakın bir kişisel ilişkisi olmayan yatırımcı, hep doğru yapıp yapmadığını, fonlarının çok büyük bir kısmının böyle tek bir araca yatırmanın akılcı olup olmadığını sorgulayıp duracaktır. İstediği kadar geçici olsun, her bir düşüş yeni bir sorgulama getirecek, iç ve dış baskılar büyük bir olasılıkla onu, iyi bir yer olarak göreceği fakat aslında nihai hazineden daha çok uzakta olan bir yerlerde satışa zorlayacaktır.[4]

"Girişimci Yatırımcı" İçin Önerilen Üç Alan

Uzun vadede ortalamadan daha iyi bir sonuç elde etmek, iki meziyeti olan bir seçim veya faaliyet politikası gerektirir: (1) İşin temelinin sağlam olduğuna dair tarafsız ve akla yatkın testlerden geçmeli; ve (2) çoğu yatırımcı veya spekülatörün kullandığı politikadan değişik olmalıdır. Deneyim ve

4. Bu tip satışlar için iki eski Wall Street deyişini hatırlayalım: "Hiçbir ağaç cennete kadar büyümez" ve "Bir boğa para kazanabilir, bir ayı para kazanabilir ama bir domuz asla kazanamaz."

incelemelerimize dayanarak, bu kriterlere uyan üç yatırım yaklaşımını öneriyoruz. Bunlar birbirlerinden çok farklılar ve deneyecekler için farklı türlerde bilgi ve tutum gerektiriyorlar.

Gözden Düşmüş Büyük Şirket

Piyasanın, çok iyi büyüme göstermiş, halen göstermekte olan veya başka bir nedenle yıldızı parlamış hisseleri, gerektiğinden fazla değerlendirme alışkanlığına sahip olduğunu varsaydığımızda, geçici olarak hoşnutsuzluk yaratan gelişmelerden dolayı gözden düşmüş hisseleri de en azından göreceli olarak haddinden fazla düşüreceğini beklemek mantıklı olacaktır. Bu hisse senedi piyasasının temel kanunlarından bir tanesidir ve hem muhafazakâr hem de girişimci bir yatırım yaklaşımı gerektirir.

Buradaki en önemli koşul, girişimci yatırımcının, geçici olarak gözden düşmüş büyük şirketlere konsantre olmasıdır. Küçük şirketler de çeşitli nedenlerle haddinden fazla değer kaybetmiş olabilir ve çoğu kez daha sonra kârlarını ve hisse fiyatlarını artırabilirler. Ne var ki, küçükler de işin sonunda kârlılıklarını kaybederler ve kârlar artsa bile piyasa onları görmezden gelip ihmal edebilir. Bu da onları riskli yapar. Büyük şirketlerin diğerlerine göre iki avantajı vardır. Onlar, zor zamanları atlatacak ve tekrar memnun edici kârlılık seviyelerine çıkartacak sermaye kaynakları ve beyin güçlerine sahiptirler. İkinci olarak, piyasa büyük bir olasılıkla, görülecek bir iyileşmeye makul bir hızla cevap verecektir.

Dow Jones Sanayi Endeksi'ndeki gözden düşmüş hisseler üzerinde bir inceleme bu tezin sağlamlığını çok güzel bir şekilde gösteriyor. Bunlar arasında, mevcut veya bir önceki yılın hisse başı kârlarının en az katlarında işlem gören altı veya on hisseye yatırım yapıldığı varsayıldı. Bunlara listedeki en "ucuz" hisseler de denilebilir ve ucuzlukları yatırımcı veya trader'ların gözünden düşmüş olmalarını yansıtıyor. Yapılan başka bir varsayım da, bunların bir ilâ altı yıl arasında değişen bir tutma süresinden sonra satıldıkları olacak. Bu yatırımların sonuçları, daha sonra ya DJIA'nın tamamının ya da hisse başı kârlarının en çok katlarında işlem gören en popüler hisse senetleriyle sonuçlarıyla karşılaştırıldı. Elimizdeki ayrıntılı malzeme, son 53 yılda yapıldığı varsayılan yıllık alımların sonuçlarını gösteriyor.[5] İlk yıllarda, 1917-1933, bu yaklaşım kârlı olmamış. Ama 1933'ten sonra, bu yöntem hayli başarılı sonuçlar vermiş. Drexel&Company'nin (şimdi Drexel Firestone) yaptığı ve 1937'den 1969'a kadarki bir yıllık tutma dönemlerini kapsayan 34 testte, ucuz hisseler, kapsanan 33 yılın 25'inde

5. Elde iki inceleme mevcut. Birisi, öğrencilerimizden H.G. Schneider tarafından yapılmış ve 1917-1950 arasını kapsıyor. (Haziran 1951'de Journal of Finance'de yayınlandı). İkincisi, bir New York Stock Exchange üyesi olan Drexel Firestone tarafından yapılmış ve 1933-1969 arasını kapsıyor. Bu verileri onların izniyle yayınlıyoruz.

Tablo 7-2 İncelenen Kağıtların Yıllık Ortalama Kazanç ve Kayıpları, 1937-1969

Dönem	*10 Düşük F/K Oranlı Hisse*	*10 Yüksek F/K Oranlı Hisse*	*30 DJIA Hissesi*
1937-1942	- 2.2	- 10.0	- 6.3
1943-1947	17.3	8.3	14.9
1948-1952	16.4	4.6	9.9
1953-1957	20.9	10.0	13.7
1958-1962	10.2	- 3.3	3.6
1963-1969 (8 yıl)	8.0	4.6	4.0

DJIA'dan açıkça daha iyi performans göstermişler. Sadece üç yılda DJIA daha iyiymiş ve altı yılda da durum eşitmiş. Tablo 7-2, düşük F/K oranlı hisselerin, yüksek F/K oranlı hisselerin ve 30 DJIA hissesinin birbirini takip eden beşer yıllık dönemlerdeki ortalama sonuçlarını karşılaştırarak, bu açık performns farkını gösteriyor.

Drexel'in hesapları, 1936 yılında düşük F/K oranlı hisselere yatırılan ve her yıl aynı ilkeye uyacak şekilde değiştirilen 10,000$'ın 1962'ye gelindiğinde 66,900$'a büyümüş olacağını gösteriyor. Bu tutar, aynı işlem yüksek F/K oranlı kısma uygulansaydı 25,300$, tüm 30 DJIA hissesine uygulansaydı 44,000$ olacaktı.

Yukarıda da görüldüğü gibi, "gözden düşmüş büyük şirketler" kavramı da ve grup bazında uygulanması da gayet basit. Ancak bireysel şirketler ele alındığında, özel bir unsur da hesaba katılmalı. Değişken kârlılıkları dolayısıyla kuruluşundan bu yana spekülatif olan şirketler, iyi zamanlarında nispeten düşük F/K oranlı ve yüksek fiyatlı, kötü zamanlarında da

Tablo 7-3 Chrysler'in Hisse Fiyatları ve kârları, 1952-1970

Yıl	*Hisse Başı kâr*	*En Düşük veya En Yüksek Fiyat*	*F/K Oranı*
1952	9.04$	Y 98	10.8
1954	2.13$	D 56	26.2
1955	11.49$	Y 101 1/2	8.8
1956	2.29$	D 52 (1957'de)	22.9
1957	13.75$	Y 82	6.7
1958	3.88$ zar.	D 44[a]	-
1968	24.92$	Y 294[b]	11.8
1970	zarar	D 65[b]	-

[a] 1962'nin en düşüğü 37 1/2 idi.
[b] Hisse bölünmesine göre ayarlanmış.

yüksek F/K oranlı ve düşük fiyatlı olurlar. Bu ilişki, Chrysler Corp. hisselerinin dalgalanmalarını kapsayan Tablo 7-3'de görünüyor. Bu durumlarda, piyasa, bu kadar yüksek kârlara eşlik eden düşük fiyatlara ve tam tersi olarak da böyle kötü kârlara eşlik eden yüksek fiyatlara kuşkuyla bakar. (Unutmayın ki, işe aritmetik olarak bakarsak, çok düşük kârı olan bir şirketin F/K oranı elbette yüksek olacaktır.)

Ne tesadüf ki, Chrysler, DJIA'nın önder şirketleri arasında son derece iyi performans gösterdi ve bu yüzden de düşük F&K oranlıların hesaplamalarını pek etkilemedi. Fiyatın geçmişteki ortalama kârlara nazaran düşük olmasını isteyerek veya buna benzer bir koşul getirerek, böyle kural dışı hisselerin düşük F/K oranlıların listesine girmesini engellemek kolay olacaktır.

Bu düzeltmeyi yazarken, DJIA-düşük-F/K-oranlılar yönteminin sonuçlarını, 1968 yılı sonunda alınıp 30 Haziran 1971'de tekrar değerlendirildiği varsayılan bir grup üzerinde denedik. Bu kez, sonuçlar düş kırıklığı yarattı. Düşük oranlılar çok zarar ederken, yüksek oranlılar kâr etmişti. Tüm bu deneylerin sonuçlarını bu tek istisnanın bozacağını zannetmiyoruz ama, ters sonuçların en son zamanda gelmiş olması bu sonuçlara biraz ağırlık tanımamızı gerektiriyor. Agresif yatırımcı, belki de bu "düşük F/K oranı" fikriyle işe başlamalı ve portföyünü oluştururken diğer nitelik ve niceliksel koşulları aramalıdır.

Kelepir Kağıtların Alımı

Kelepir bir kağıdı, yapılan analizin ortaya çıkardığı sonuçlara göre, gerçek değerinin çok altında işlem gördüğünü düşündüğümüz bir hisse olarak tanımlıyoruz. Bunlar nominal değerin çok altında satılan tahvil ve tercihli hisseler olduğu gibi adi hisseler de olabilir. Mümkün olduğu kadar kesin olmak gerekirse, bir hissenin veya tahvilin kelepir sayılması için, işlem gördüğü fiyattan en az %50 fazla değeri olması koşulunu önerelim. Böyle bir farkı ortaya çıkaracak ne gibi nedenler oluşmalıdır? Kelepirler nasıl oluşur ve yatırımcı onlardan nasıl kâr eder?

Kelepir bir hisseyi belirlemek için iki test yapılabilir. Birincisi, bir değer biçme yöntemidir. Bu da büyük çapta, gelecek kârların tahmin edilmesine ve bu kârların o hisse senedine uygun bir çarpanla çarpılmasına dayanıyor. Eğer ortaya çıkan değer piyasa fiyatının yeteri kadar üzerindeyse -ve yatırımcı da uygulanan bu tekniğe güveniyorsa- hisseye kelepir diyebilir. İkinci test ise, işin bir özel sektör sahibi için olan değerinin araştırılmasıdır. Bu değer de büyük çapta beklenilen gelecek kârlarla belirlenir ki bu durumda sonuçlar birinci testle aynı olabilir. Ama ikinci testte, varlıkların özellikle net cari varlıklar ve işletme sermayesi gibi realize edilebilir değerine daha fazla dikkat edilir.

Piyasanın geneli en düşük seviyelere geldiğinde, bu standartlarla ölçülen hisselerin çoğunluğu kelepir hale gelir. (Bunun tipik bir örneği, General Motors. 1941 işlem fiyatı 30$'ın altındaydı ve bu 1971 hisselerinde sadece 5$'a tekabül ediyordu. GM o zamanlar hisse başına 4$ kâr ediyor ve 3.50$ kâr payı dağıtıyordu.) Cari kârlar ve kısa vade görünüş zayıf olabilir ama gelecekteki ortalama koşulların sağduyulu bir değerlemesi, mevcut fiyatların üzerinde bir değeri gösterir. Bu da düşmüş piyasalarda biraz cesur olmanın doğruluğunu, sadece deneyimle değil aynı zamanda değer analizinin mantıklı tekniklerinin uygulanmasıyla da kanıtlıyor.

Pazar yerinde tekrar tekrar kelepir koşullar oluşturan o aynı piyasa kaprisleri, hemen her piyasa seviyesinde de bireysel kelepir fırsatları yaratır. Piyasa, köstebek tepeciklerini dağ, küçük dalgalanmaları da büyük çöküşler haline getirmekte ustadır. Küçücük bir ilgisizlik ve coşku azlığı, fiyat düşüşlerini saçmalık derecesine kadar götürebilir. Yani, elimizde bu aşırı düşüşlerin ana nedenleri gibi görünen iki unsur var: (1) düş kırıklığı yaratan mevcut sonuçlar ve (2) uzamış bir ihmal veya gözden düşme.

Ne var ki, tek başına alındığında, bu nedenlerden hiçbirine başarılı hisse senedi yatırımı için güvenilir bir yol gösterici olarak bakılamaz. Mevcut kötü sonuçların gerçekten de geçici olacaklarından nasıl emin olabiliriz? Doğru, bunlar birçok kez geçici olmuşlardır. Çelik sektörü hisseleri, döngüsel özelliklerinden dolayı isim yapmışlardı ve kurnaz alıcılar, kârların düşük olduğu zamanlarda düşük fiyatlardan alım yapar, kârların patladığı iyi yıllarda kârla satarlardı. Bunun Tablo 7-3'de (Chrysler Corp.) görkemli bir örneği var.

Eğer bu değişken kârlılık gösteren hisselerin standart davranış biçimi olsaydı, o zaman hisse senedi piyasasında para yapmak çocuk oyuncağı olurdu. Ne yazık ki, arkasından otomatik bir toparlanmanın gelmediği birçok kârlılık ve fiyat düşüşü örneği gösterebiliriz. Bunlardan biri, 1956'ya kadar yüksek kârlar getiren ve o yıl 85$ gibi yüksek bir fiyattan işlem gören Anaconda Wire and Cable. Daha sonra kârlar düzensiz olarak altı yıl boyunca düştü ve fiyat 1962'de $23^{1/2}$ $'a indi. Ertesi yıl da, şirketin ana sahibi olan Anaconda Corporation tarafından 33$'a satın alındı.

Bu tür birçok deneyim, yatırımcının alım kararı vermesi için sadece böyle bir düşüşle yetinmemesi gerektiğini gösteriyor. En azından, son on veya daha fazla yılda görünen makul seviyede bir kârlılık (bu dönemde zarar gösteren bir yıl olmamalı) istikrarı ve buna ek olarak olası zor zamanların üstesinden gelebilecek bir finansal kuvvet aranabilir. Bu yüzden olabilecek ideal birleşim, geçmiş ortalama fiyatının ve geçmiş ortalama fiyat/kazanç çarpanının çok altında işlem gören bir şirkettir. Bu şüphesiz ki Chrysler gibi düşük fiyatlı yıllarına yüksek fiyat/kazanç oranlarının eşlik ettiği birçok kârlı yatırım fırsatını devre dışı bırakacaktır. Ama okurumuzun "geriye dönüp bakıldığında görülen kârlar" ile "gerçek nakit kârlar"

arasında dünyalar kadar fark var olduğuna inanması gerekiyor. Chrysler gibi inişli çıkışlı bir hissenin girişimci yatırımcımızın tarzına uyacağını zannetmiyoruz.

Uzun bir süre gözden düşmüş olma ve ihmalin, fiyatların haddinden fazla düşmesinin ikinci bir nedeni olacağından bahsetmiştik. Bu türün günümüzdeki bir örneği National Presto Industries. 1968'in boğa piyasasında 45$'dan işlem görüyordu ki bu fiyat o yılın hisse başına düşen kârı olan 5.61$'dan sadece 8 kat fazlaydı. Hisse başı kârlar 1969 ve 1970'de de artmaya devam etti ama fiyat 21$'a düştü. Bu, o yılın kârlarının 4 katından (bir rekor) ve hisse başı net cari aktiflerinden daha azdı. 1972 Mart ayında, fiyat 34$'a çıktı. Bu fiyat son açıklanan kârların sadece 5 1/2 katı olurken, artmış hisse başı net cari aktiflere de eşitti.

Bu türün bir başka örneği de Standard Oil of California oldu. 1972 başlarında, 13 yıl önceki fiyatından, 56$'dan işlem görüyordu. Kârları, bu dönem içerisinde sadece bir kez düşüş gösterecek ve her yıl az fakat sağlam olarak artacak bir şekilde son derece düzgündü. Defter değeri de piyasa değerine hemen hemen eşitti. 1958-71 arası gözlemlediğimiz bu muhafazakârca olumlu tabloyla birlikte, şirket hiçbir zaman mevcut hisse başı kârlarının 15 mislinden daha fazla bir ortalama yıllık fiyatta işlem görmedi. 1972 başında fiyat/kazanç oranı sadece 10 idi.

Hisse fiyatlarının böyle aşırı düşmelerinin bir üçüncü nedeni de piyasanın bu şirketin gerçek kâr potansiyelinin farkına varmamasıdır. Buradaki klasik örneğimiz, 1946-47 arasında 36$'dan 13 1/2 $'a düşen Northern Pacific Ry. 1947'deki gerçek kârları hisse başına 10$'dı. Hisse fiyatının düşük kalmasının baş nedeni sadece 1$ kâr payı ödemesiydi. Bu ihmalin bir başka bir nedeni de, şirketin kâr potansiyelinin demiryollarına has muhasebe yöntemleriyle saklanmış olmasıydı.

En kolay saptanacak kelepir hisse türü, bir şirketin, önceki tüm yükümlülükler düştükten sonra, hisse başına düşen net işletme sermayesinden daha düşük bir seviyede işlem gören hissesidir. Bu, alıcının, şirketin

Tablo 7-4 Değerinden Düşük İşlem Gören Hisselerin Performansları, 1957-1959

Borsa	*Şirket Sayısı*	*Hisse Başı Toplam Fiyatlar*	*Net Cari Aktifler Aralık 195*	*Toplam Fiyatlar Aralık 1959*
New York	35	748$	419$	838$
American	25	495$	289$	492$
Midwest	5	163$	87$	141$
Tezgah Üstü	20	425$	288$	433$
Toplam	85	1,831$	1,083$	1,904$

binaları, makina parkı vs. gibi sabit varlıklarını veya marka hakları gibi ticari değerlerini bedava alacağı anlamına gelir. Değeri işletme sermayesinden az olan bir şirket pek seyrek bulunur ama yine de böyle fırsatlar bazen çıkar. Asıl şaşırtıcı şey, piyasada bu tür kelepirlerin defalarca önümüze çıkmış olmasıdır. Piyasanın hiç de düşük sayılmayacağı 1957 yılında yapılan bir derleme bu türlerden 150 şirket tespit etmiştir. Tablo 7-4'te, Standard& Poor's'un *Monthly Stock Guide*'ında çıkan bu liste arasından 85 tanesinin birer hissesini 31 Aralık 1957 tarihinde alıp iki yıl tutarak ne kazanılabileceği özetleniyor.

Bir tesadüf eseri olarak, her bir grup iki yıl içinde toplam net cari aktiflerin değerine ulaştı. Bu dönemde portföyün tamamının kazancı %75 idi. Buna karşılık, Standard&Poor's Sanayi Endeksi'ne dahil 425 şirket %50 getirdi. Daha da fazla dikkat çeken nokta, bu hisselerden 78 tanesi çok iyi kâr ederken, yalnızca 7 tanesinin başa-baş geldiği ve hiçbirinin de önemli bir zarar etmediği oldu.

Çeşitleme yapmak koşuluyla bu tür bir yatırım yaklaşımı kullanarak seçim yapmak 1957'ye kadarki yıllarda kârlıydı. Bu yöntemin, değerinden düşük işlem gören hisseleri tespit edip onlardan faydalanmada güvenli ve kârlı bir yöntem olduğunu kabul etmek gerekir. Ne var ki, 1957'den sonraki genel piyasa yükselmesinde, bu tür fırsatların sayısı iyice düştü ve bunların çoğu düşük işletme kârı ve hatta zarar gösteriyorlardı. 1969-70 yılları arasındaki piyasa düşüşünde ortaya yeni bir grup "işletme-sermayesi-altı" işlem gören hisseler çıktı. Girişimci yatırımcı için hisse senedi seçme yöntemlerinden bahsedeceğimiz 15. Bölümde bunları inceleyeceğiz.

İKİNCİL ŞİRKETLERDE KELEPİR KAĞIT OLUŞUMLARI. İkincil şirketi, nispeten önemli bir sektörde öncü olmayan bir şirket olarak tanımlıyoruz. Yani, bu kağıtlar kendi alanlarında küçük şirketler olabilecekleri gibi, önemsiz veya küçük bir alanda da öncü şirketler olabilirler. İstisna olarak da, büyüme hissesi olarak görülen bir şirketin "ikincil" olamayacağı kuralını da uygulayacağız.

1920'lerin büyük boğa piyasasında, sektör öncüleriyle diğer kağıtlar arasında, eğer diğer şirketler çok küçük değilse, pek bir ayırım yapılmıyordu. Yatırımcı kitlesi, orta büyüklükteki şirketlerin zor zamanları daha az sıyrık alarak atlatacaklarına ve görkemli kârlar elde etme şanslarının daha büyük şirketlerden daha fazla olduğuna inanıyordu. Halbuki, 1931-32 krizi, özellikle öncü ve büyük şirketler dışındakileri vurmuştu. Yatırımcılar, bu deneyimin sonucunda sektör öncülerine yönelik belirgin bir tercih geliştirdiler ve ikincil hisselere karşı da çoğu kez kayıtsız kaldılar. Bu da, ikincil hisselerin, kazanç ve aktifleri ile karşılaştırıldıklarında çoğu kez düşük fiyatlarda işlem görmeleri anlamına geliyordu. Hatta, bazen fiyatlar öyle çok düşüyordu ki, o hisseler artık kelepir hale geliyordu.

Yatırımcılar bu ikincil şirketlerin hisselerine arkalarını döndüklerinde,

her ne kadar o hisseler çok düşük fiyatlardan satılıyor olsalar dahi, o şirketlerin kötü birer geleceği olduğuna dair inanç veya korkularını ifade etmiş oluyorlardı. Hatta, bu şirketlerin fazla ömürleri olmadığına en azından bilinç altında inanan yatırımcılar, onlara biçilen her hangi bir değerin bile çok fazla olduğunu hesaplıyorlardı. Bu olgunun tam tersi de 1929'da birinci sınıf "blue chip" hisselerde oluşmuştu. O zamanlar, bu şirketler için hiçbir fiyat fazla değildi ve gelecek için sınırsız vaatlerde bulunuyorlardı. Her iki görüş de abartıdan ibaretti ve çok ciddi yatırım hataları doğurdu. Aslında, halka açık, tipik bir orta büyüklükteki şirket, özel şirketlerin ortalama büyüklükleriyle karşılaştırıldığında büyük sayılır. Bu tür şirketlerin ömürlerinin kısa olması için hiçbir sağlam neden yoktur ve ekonomimizin tipik özelliği olan dalgalanmalardan geçerek gayet makul bir sermaye getirisi sağlayabilirler.

Bu kısa değerlendirme, hisse senedi piyasasının ikincil şirketlere karşı takındığı tutumun zaman zaman gerçekçi olmadığını ve bu yüzden de normal zamanlarda bile defalarca düşük değerleme durumlarına yol açtığını gösteriyor. Oysa İkinci Dünya Savaşı dönemi ve savaş sonrası büyüme daha çok küçük şirketlerin işine yaradı. Çünkü, bu şirketler büyüklerinkinden daha uygun rekabet koşullarına sahip oldular ve satışlar ile kâr marjlarını daha fazla artırabildiler. Böylece, 1946'ya gelindiğinde piyasanın tutumu tamamen değişmişti. 1938-1946 yılları arasında, Dow Jones Sanayi Endeksi'nin içerdiği öncü hisselerin fiyatları %40 artarken, Standard&Poor's'un düşük fiyatlı hisseler endeksi aynı dönem içinde %280 yükselmişti. Spekülatörler ve sözde yatırımcılar, o dillere destan hafıza kıtlıklarıyla, önemsiz şirketlerin yeni ve eski hisselerini şişmiş seviyelerden almaya hevesliydiler. Böylece, kamuoyu tamamen diğer aşırı uca döndü. Eskiden kelepir fırsatların en çok çıktığı grup olan ikincil hisseler sınıfından artık çok miktarda aşırı coşku ve aşırı değerlenme örnekleri çıkıyordu. Bu olgu, biraz değişik bir biçimde 1961-1968 yılları arasında tekrarlandı. Bu dönemde, ikincilden bile daha düşük özellikleri olan yeni şirket arzları ve "elektronik", "bilgisayarlar", "acentelik" gibi gözde alanlar ön plana çıktı.

Beklenebileceği gibi, gelmekte olan fiyat düşüşleri de en çok bu şirketleri vurdu. Hatta bazı durumlarda, bu şirketlerin hisseleri aşırı şişmiş seviyelerden aşırı düşük seviyelere bile geriledi.

Eğer çoğu ikincil hisse, değerinden düşük fiyatlarda işlem görüyorsa, yatırımcı bunlardan kâr edebileceğine nasıl inanır? Eğer durum hep böyle devam ederse, yatırımcı da hep girdiği fiyatta kalmış olmaz mı? Burada verilecek cevap biraz karmaşık. Kelepir fiyatlardaki ikincil hisselerin hatırı sayılır miktarlarda kârlı çıkmaları çeşitli şekillerde olabilir. Birincisi, kâr payı getirileri nispeten daha fazladır. İkincisi, ödenen fiyata nazaran işe tekrar yatırılan kârların miktarı bir hayli büyüktür ve bu olay da işin sonunda fiyatı etkileyecektir. İyi seçilmiş bir portföy için, beş veya yedi yıllık

bir tutma döneminde bu avantajlar çok büyük toplamlara ulaşabilir. Üçüncüsü, boğa piyasalarının en cömert olduğu hisseler düşük fiyatlı olanlardır ve bu nedenle kelepirler genelde en azından makul seviyelere ulaşırlar. Dördüncüsü, nispeten hareketsiz piyasalarda bile sonsuz bir fiyat ayarlaması süreci devam eder. Bu süreç içinde, değerinden düşük seyreden hisseler en azından hak ettikleri normal seviyelere gelebilirler. Beşincisi, birçok vakada düş kırıklığı yaratan zayıf kârlara yol açan o özel durumlar, yeni koşulların oluşması, yeni politikaların edinilmesi veya yönetim değişiklikleri ile düzeltilebilir.

Son yıllarda ortaya çıkan yeni bir unsur da küçük şirketlerin büyükler tarafından, genellikle yayılma programlarının bir parçası olarak, satın alınmalarıdır. Bu gibi durumlarda, ödenen fiyatlar genellikle son derece cömert ve kısa bir süre önceki kelepir seviyelerden çok daha yukarılarda olmuştur.

Faiz oranları 1970'dekinden çok daha düşükken, kelepir yatırım sahası, nominal değerlerinden çok daha düşük seviyelere inen iskontolarla, tahvillere ve tercihli hisselere kadar da uzamıştır. Şimdi, iyi güvence altındaki kağıtlar bile, eğer %$4^{1/2}$ veya daha düşük kuponlu iseler, büyük iskontolarla işlem görüyor. Örnek: 1986 vadeli, %$2^{5/8}$ kuponlu American Telephone&Telegraph 1970'te 51'e kadar düştü. 1983 vadeli, %$4^{1/2}$ kuponlu Deere&Co. 62'ye indi. Eğer faiz oranları bulundukları yerlerden bir hayli gerileselerdi, bunlar da çok iyi birer kelepir fırsat oluştururlardı. Daha geleneksel anlamda kelepir bir tahvil için, şimdilerde mali zorluklar içerisinde bulunan ve 20 veya 30'larda işlem gören demiryolları kağıtlarına tekrar dönebiliriz. Bu gibi durumlar uzman olmayan yatırımcılar için değildir. Bu alanda, gerçek bir değer duyusu olmayanın eli yanabilir. Ama bu alanda da piyasa aşırı düşüşe eğilimlidir. Sonuçta, tüm bu grup, dikkatli ve cesur bir analiz için son derece ödüllendirici bir çağrıda bulunur. 1948 yılında sona eren on yıl içinde, yükümlülüklerini yerine getiremeyen demiryolları tahvillerinin milyar dolarlık grubunda, sayısız ve görkemli fırsatlar oluştu. Daha sonra böyle fırsatların sayısı çok azaldı ama 1970'lerde tekrar karşımıza çıkacaklarmış gibi görünüyor.

Özel Durumlar veya "İnce Hesaplar"

Bu alan, daha kısa bir süre önce işini bilenler için cazip bir getiriyi hem de her genel piyasa koşulunda garanti edecek bir alandı. Yatırımcı kitlesinin yapamayacağı bir iş de değildi. Bu işe yatkın bir kişi, işin yolunu yordamını öğrenip uzun bir akademik çalışma veya çıraklık dönemine gerek kalmadan gayet etkili bir şekilde uygulayamaya koyabilirdi. Bu yaklaşımın sağlamlığına inanan ve çoğunluğu bu "özel durumlara" adanmış olan fonları yöneten zeki ve genç kişilere takılan diğerleri de vardı. Ne var ki son

yıllarda, daha sonra anlatacağımız nedenlerden dolayı, bu "arbitraj ve ince hesap" alanı daha riskli ve daha az kârlı hale geldi. Belki ilerde bu alanın koşulları daha elverişli olacaktır. Yine de, bir iki örnekle bu işlemlerin doğasını açıklamakta yarar var.

"Özel durumların" en yaygın türleri, büyük şirketlerin küçükleri satın almasından doğdu. Ürünlerin çeşitlendirilmesi modası şirket yönetimleri tarafından benimsendikçe özel durumların sayısı artmaya başladı. Yeni bir iş alanına girmek için, işe sıfırdan başlamak yerine o alanda faaliyet gösteren bir şirketi satın almak daha mantıklı görünür. Bu tür alımları, küçük şirketin hissedarlarının büyük bir çoğunluğu için cazip kılmak için de genellikle o şirketin mevcut piyasa değerinden çok daha yüksek fiyatlar ödenmesine mecbur kalınır. Bu alanı izleyenler ve deneyimle beslenmiş iyi bir yargılama yeteneğine sahip olanlar için bu tür şirket faaliyetleri ilginç kâr fırsatları yaratmıştır.

Daha birkaç yıl önce, kurnaz yatırımcılar, iflas etmiş bulunan demiryolları şirketlerinin çıkarmış olduğu ve demiryolları tekrar organize edilip toparlandığında değerlerinin artacağı bilinen tahvillerini alarak büyük kzançlar sağladılar. Bu yeniden yapılanma planları yürürlüğe konduktan sonra, yeni çıkacak olan menkul kıymetler için bir pazar oluştu. Hemen her seferinde, daha sonra eskileriyle değiştirilecek olan bu kağıtların fiyatları daha yüksekti. Planların gerçekleşmemesi veya beklenmeyen gecikme riskleri vardı, ama genelde bu tür "arbitraj" faaliyetleri son derece kârlı oldu.

1935 yasası gereğince kamu hizmetleri şirketlerinin bölünmelerinden doğan benzer fırsatlar da vardı. Bu kuruluşların hemen hepsi, ana şirketten ayrılıp ayrı ayrı faaliyet gösteren bir grup haline geldikten sonra, eskisinden çok daha değerli oldular.

Buradaki temel unsur, hisse senedi piyasasının, her hangi bir yasal takibata konu olan kağıtları aşırı satma eğilimidir. Eski bir Wall Street deyişi "Davalı bir şirketi asla almayın." der. Yatırımlarının çabucak değerlenmesini hedef alan bir spekülatör için doğru bir öneridir. Ama genel kitlenin de bu tutumu benimsemesi ve etkilenen menkul kıymetler üzerinde oluşacak bu tür bir önyargı, fiyatları haddinden fazla düşük tutacağından, elbet kelepir fırsatlar yaratacaktır.

Özel durumlardan faydalanma, alışılagelenden değişik bir mantalite ve malzeme gerektiren teknik bir yatırım dalıdır. Girişimci yatırımcılarımız arasından herhalde küçük bir yüzde, bu tür faaliyetlerde bulunacaktır. Bu kitap özel durumların karmaşık ayrıntılarını açıklamak için uygun bir malzeme değildir.[6]

6. 15. Bölümde, 1971'de oluşan üç "özel durum" örneği var.

Yatırım Kurallarımızın Daha Geniş Etkileri

Burada geliştirildiği şekilde bir yatırım politikası en başta yatırımcının savunmacı (pasif) veya agresif (girişimci) bir rolü seçmesine bağlıdır. Agresif yatırımcının menkul kıymet değerleri hakkında, menkul kıymet faaliyetlerini bir ana iş kolu olarak görecek kadar bilgisi olmalıdır. Bu felsefede, pasif ve agresif arasında bir orta yol için yer yoktur. Birçok, belki de çoğu yatırımcı kendisini bu yelpazenin ortasında görmek ister ki bu bizim görüşümüzde başarıdan ziyade düş kırıklığı yaratacak bir uzlaşmadır.

Bir yatırımcı olarak, "yarım bir işadamı" olmak isterseniz yarım kâr edersiniz. Bu yüzden, menkul kıymet sahiplerinin çoğunluğu savunmacı sınıfı seçmelidir. Çünkü yatırım yapmayı bir iş kolu edinecek zamanları, kararlılıkları ve zihinsel malzemeleri bulunmaz. Savunmacı bugünlerde edinilen mükemmel getirilerden memnun olmalı ve bu getirileri artırmak için başka yolları seçme dürtüsünden kurtulmalıdır.

Girişimci yatırımcının, eğitim ve yargılama yeteneğinin yeterli olduğu ve oturmuş iş standartlarıyla ölçüldüğünde yeteri kadar cazip görünen her hangi bir menkul kıymet faaliyetine atılması doğru bir iş olur. Bu tür yatırımcılara yaptığımız önerilerde, bu tür iş standartlarını uygulamaya çalıştık. Savunmacı yatırımcılara verdiğimiz önerilerde ise kılavuzumuz hem psikolojik hem de aritmetik olarak üç koşulda toplanmıştı: Temelde güvenlik, seçim basitliği ve yeteri kadar hoşnut edici bir getiri potansiyeli... Bu kriterlerin kullanılışı bize, çeşitli türdeki diğer yatırımcılara normal olarak uygun olabilecek bir takım menkul kıymet sınıfını, önerilen yatırımlar listesinden çıkarmaya zorladı. Bu yasaklamalar birinci bölümde sıralanmıştı.

Bu yasakların neleri dışladığına biraz daha ayrıntılı olarak bakalım. Aşağıdaki üç önemli menkul kıymet sınıfının "tam fiyatlardan" alınmasına karşı çıkmıştık: (1) Yabancı ülke bonoları, (2) tercihli hisseler ve (3) tabii ki yeni halka arzları da içeren ikincil adi hisseler. "Tam fiyat" demekle, tahvil ve tercihli hisseler için nominal değere, adi hisseler için de kurumun gerçek değerine yakın fiyatları anlatmak istiyoruz. Savunmacı yatırımcıların çoğunluğu bu menkul kıymet sınıflarından uzak durmalıdır. Girişimci yatırımcılar ise ancak, bu menkul kıymetlerin gerçek değerlemelerinin üçte ikisinden az olarak tanımladığımız, kelepir fiyatlardan alım yapabilirler.

Tüm yatırımcılar bu konu hakkındaki görüşlerimizi uygulasaydı, ne olurdu? Bu sorunun yabancı bonolarla ilgili kısmını daha önce (6. Bölüm) cevaplamıştık. Yatırıma uygun tercihli hisseler ise, sigorta şirketleri gibi sadece sahip oldukları tercihli hisselerin özel gelir vergisi muafiyetinden faydalanabilecek olan kurumlar tarafından alınabilirdi. Politikamızın bu yasaklarının en sorunlu etkisi adi hisseler alanında ortaya çıkıyor. Çoğunluğu savunmacı sınıfta olan olası alıcılar alım yapmasalardı, çok az alıcı ka-

lırdı. Dahası, eğer girişimci yatırmıcılar da sadece kelepir seviyelerde alım yapsalardı, akılsızca alım yapıldığı durumlar hariç, bu kağıtlar hep çok düşük değerlerden işlem görürlerdi.

Bu durum ciddi ve hatta biraz da etik değilmiş gibi görünüyor. Ancak son 40 yılda bu alanda neler olup bittiğini hatırladığımz takdirde gerçeğe daha yakın oluruz. İkincil kağıtlar, çoğu zaman gerçek değerlerinin çok altında olan bir merkez seviye etrafında dalgalanırlar. Bu değeri bazen ulaşıp geçerler ama bu bir boğa piyasasının son aşamalarında oluşur ve o seviyelerde de bu fiyatları ödemek pek mantığa sığmaz.

Onun için tek önerdiğimiz davranış, girişimci yatırımcının bu gerçekleri göz önünde bulundurarak, kendi alım seviyelerini tespit ederken, bu menkul kıymet sınıfı için norm olan o merkezi fiyat değerlerini dikkate alması gerekir.

Ancak burada bir çelişki var. İyi seçilmiş ortalama bir ikincil şirket, sektörün öncü şirketleri kadar iyi çıkabilir. Şirketin doğasında olan bu sağlamlık ve kalıcılık eksikliği genellikle daha cazip büyüme olasılıklarıyla kapanır. Sonuçta, böyle ikincil kağıtların tam "kurum değerinde" alınmalarının "akılsız" olarak değerlendirilmesini okuyucuların çoğunluğu mantıksızlık sayabilir. Burada en kuvvetli mantık, deneyimdir. Finans tarihi, yatırımcıların ancak bir özel sektör girişimcisinin biçtiği gerçek değerden daha az bir fiyat olan kelepir fiyattan alım yaptıkları takdirde, ikinci hisselerden memnun edici bir getiri bekleyebileceklerini açıkça göstermektedir.

Bu ilke sıradan ve şirket dışındaki yatırımcıya yöneliktir. İkincil bir şirketi kontrolü altında tutan veya böyle bir gruba dahil olan herhangi bir kimsenin durumu daha güvenlidir. Şirket ne kadar daha az önemliyse, içerdeki ve dışardakilerin durumu ve yatırım politikaları arasındaki fark da o kadar önemli olur. Tek bir hissenin, şirketi kontrol edenlerin grubundaki bir hisseyle genellikle aynı değerde olması, birincil veya öncü şirketlerin temel özelliklerinden biridir. Bundan dolayı, hissedar-yönetim ve içerdeki ve dışardaki hissedarlar konusu, ikincil şirketlerde birincillerde olandan çok daha fazla önemli ve tartışma konusu hale gelir.

5. bölümün sonunda birincil ve ikincil şirketler arasında kesin ve hızlı ayırım yapmanın ne kadar zor olduğu hakkında yorum yapmıştık. Bu ayırımın sınırlarında bulunan bir hisse her iki tarafın özelliklerini de taşıyabilir. Yatırımcının ikincil hisseyi, birincil sınıftan çok az bir mesafede olduğu ve pek uzak olmayan bir gelecekte hak etmeden böyle bir nota layık görülebileceği kuramına dayanarak, belirlenen gerçek değerinden az bir iskontoyla alması pek mantıksız olmaz.

Bu yüzden birincil ve ikincil hisseler arasındaki ayırım kesin olamaz. Yoksa küçük bir kalite farkı, makul bulunan alım fiyatları arasında büyük farklar doğururdu. Bunu söylerken, daha önce aksini savunmamıza rağmen, bu tür bir orta grubun varlığını kabul etmiş oluyoruz. Bu tutarsızlı-

ğın nedeni, böylelerinin istisnai durumlar oldukları ve riske atılan rakamların büyük olmadığı müddetçe, tek bir menkul kıymet hakkındaki bu tür görüş belirsizliğinin pek zarar vermemesidir. Asıl önemli olan, yatırımcının savunmacı ve girişimci yatırım politikası hakkında kesin bir ayırım yaparak seçimini de aynı kesinlikle sonuçlandırabilmesidir.

BÖLÜM

8

Yatırımcı ve Piyasa Dalgalanmaları

Yatırımcılar fonlarını yüksek kaliteli ve nispeten kısa vadeli -örneğin yedi yıl veya daha kısa- tahvillere yatırırlarsa, önemli piyasa fiyatı değişikliklerinden etkilenmezler ve bu değişiklikleri de devamlı olarak hesaba katmak zorunda kalmazlar. (Bu durum, maliyet fiyatında veya daha fazla bir fiyattan her zaman geri verilebilir olan Birleşik Devletler tasarruf bonoları için de geçerlidir.) Daha uzun vadeli tahvillerle, hisse senedi portföyleri için fiyat dalgalanmaları nispeten daha ciddi olacaktır.

Yatırımcı, olasılıkların farkında olmalı ve bunlara hem psikolojik hem de finansal olarak hazırlıklı bulunmalıdır. Ya hisse senedi portföyünün bir piyasa yükselmesi esnasında değerlenmesi nedeniyle ya da avantajlı fiyatlarda alım satım yaparak, piyasa seviyesindeki dalgalanmalardan faydalanabilir. Bu tepki kaçınılmazdır ve genel davranış ölçülerine göre de makuldür. Ama söz konusu tepki, yatırımcıyı spekülatif tutum ve faaliyetlere sürükleme tehlikesini içerir. Bizim size spekülasyon yapmamanızı önermemiz kolaydır ama bu öneriye kulak verip uygulamak çok zordur. Başlangıçtaki görüşümüzü tekrarlayalım: Eğer spekülasyon yapmak istiyorsanız, bunu çok dikkatlice yapsanız da işin sonunda para kaybedebileceğinizi bilin. Ayrıca aldığınız riski kısıtladığınızdan emin olun ve bunu yatırım programınızdan tamamiyle ayrı tutun.

Bu bölümde önce daha önemli olan hisse senetleri fiyatlarındaki dalgalanmalardan bahsedip daha sonra tahvillere geçeceğiz. 3. bölümde, hisse senedi piyasasının son yüz yıllık tarihinin bir araştırmasını sunmuştuk. Bu bölümde, geçmiş verilerin yatırımcıya neler vaat ettiğini görmek için o malzemeyi zaman zaman kullanacağız. Bu vaatler, ya birbirini takip eden iniş çıkışlar sırasında değiştirilmeden tutulan portföylerin uzun vadede değerlenmesi ya da ayı piyasalarının diplerine doğru alım yapıp boğa piyasalarının tepelerine doğru satış yapılması şeklindedir.

Piyasa Dalgalanmalarının Yatırım Kararlarına Yol Göstermesi

Yatırım yapılabilecek kalitedeki hisseler bile devamlı olarak fiyat dalgalanmalarına maruz kaldıkları için, akıllı yatırımcı bu tür salınımlardan faydalanabilir. Bunu iki şekilde yapabilir: Zamanlama ve fiyatlama yoluyla. Zamanlama demekle, hisse senedi piyasasının hareketini tahmin etme çabasından bahsediyoruz. Bu terim, gelecek yukarı gibi göründüğünde alım yapıp tutmak veya düşüş beklendiğinde alım yapmaktan uzak durmak ya da satış yapmak çabası olarak tanımlanabilir. Fiyatlama demekle de, bir hisseyi değerinin altına düştüğünde alıp değerinin üzerine çıktığında satma uğrasını anlatmak istiyoruz. Gözü o kadar yükseklerde olmayan bir fiyatlama şekli de alım yaptığınızda o hisseye aşırı fazla bir fiyat ödemediğinizden emin olmaktır. Senetleri tutma süresi, uzun vadeli olan savunmacı yatırımcı için yeterli olabilir, ama aslında fiyat seviyelerine biraz dikkat edilmesini de gerektirir.[1]

Akıllı yatırımcının bu her iki fiyatlama yönteminden de memnun edici sonuçlar elde edebileceğine inanıyoruz. Aynı zamanda, eğer dikkatini daha çok, piyasa fiyatını tahmin etmek amacıyla zamanlamada toplarsa, bir spekülatör olup çıkacağından ve sonuçta da spekülatör sonuçları elde edeceğinden de eminiz. Bu ayırım ortalama bir yatırımcı için biraz anlamsız gelebilir ve Wall Street tarafından pek kabul edilmez. Ya çalışma tarzları itibariyle ya da sarsılmaz bir inanç olarak, aracı kurumlar ve yatırım hizmetleri sunan kuruluşlar, yatırımcı ve spekülatörlerin, piyasa yönünü gösteren tahminlere çok dikkat etmeleri gerektiği görüşüne körü körüne bağlıdırlar.

Kişi Wall Street'den ne kadar uzaklaşırsa, hisse senedi piyasası tahmin ve zamanlamalarına da o denli daha fazla şüpheyle bakmaya başlar. Bu tahminlerin sayısı o kadar fazladır ki, bir yatırımcının bunları ciddiye aldığı durumlar çok nadirdir. Yine de birçok durumda bu tahminler takip edilir ve hatta tahminlerin öngörülerine uyulur. Neden? Çünkü yatırımcı, hisse senedi piyasasının geleceği hakkında en azından bir görüş sahibi olma zorunluluğu hakkında ikna edilmiştir ve aracı kurumların veya yatırım hizmetleri sunan diğer kurumların tahminlerinin kendisininkinden daha iyi olacağına inanmaktadır.

Burada piyasa tahminleri yapmanın iyi ve kötü yönlerini tartışacak kadar yerimiz yok. Bu alanda çok kafa yorulmaktadır. Bazı kişilerin iyi birer hisse senedi piyasası analisti olarak para kazanabileceği de şüphe götürmez. Ama halkın, piyasa tahminlerinden para kazanabileceğini düşünmek saçmadır. Çünkü, sinyal verildiğinde satış yapmak için hücüm eden kitlenin karşısında kim alıcı olacaktır? Eğer bir okur olarak siz de zaman

1. Belki de makul seviyelerde başlatılmış olan dolar maliyeti ortalaması planları haricinde.

içinde bir sistemi veya piyasa tahminini takip ederek zengin olmayı bekliyorsanız, daha birçok kişinin aynı şeyi yapmayı hedeflediği bir alanda tüm bu rakiplerden daha iyi bir performans gösterebileceğinizi ümit ediyorsunuz demektir. Ortalama bir yatırımcının, kendisinin de bir bireyi olduğu kitleden, halktan daha iyi tahmin yürütebileceği varsayımının ne deneyim ne de mantık açısından bir temeli yoktur.

"Zamanlama" felsefesinin herkesin dikkatinden kaçan bir yönü de çabucak kâr etmek isteyen spekülatör için çok büyük psikolojik önem taşımasıdır. Bir hissenin yukarı çıkması için bir yıl beklemek fikri onun için tiksindiricidir. Ama bu tür bir bekleme süresinin yatırımcı için itici bir yanı yoktur. Alış zamanı geldiğine dair güvenilir (mi acaba) bir işaret oluşana dek parasını yatırmadan beklemenin onun için ne faydası vardır ki? Bunun tek faydası, bu beklemenin sonucunda en azından kâr payı kayıplarını karşılayacak miktarda daha düşük bir fiyat yakalayabilmesi olacaktır ki fiyatların da o seviyelere düşüp düşmeyeceği bilinmez. Bu da, zamanlamanın fiyatlamayla birlikte ele alınmadığı, yani satılan hisseler daha önceki satış fiyatının çok daha aşağılarında geri alınamadığı müddetçe, yatırımcı için hiçbir değeri olmadığı anlamına gelir.

Bu alanda Dow kuramının alım ve satım zamanlamaları hakkındaki gelişimi de hayli ilginçtir. Kısaca ele alacak olursak, Dow kuramına göre alıma, fiyatlar belli miktarda bir yukarı kırış yaptığında, satış da aşağı kırış yaptığında geçilir. Geriye dönük hesaplamalara bakıldığında bu yöntemin 1897'den 1960 başlarına kadar devamlı kâr ettirdiğini görüyoruz. Ancak sonuçların fiktif olması, yani gerçek alım ve satımların uygulama zorlukları nedeniyle aynı sonuçları veremeyeceği şüphesi, yayınlanan bu "kayıtların" güvenilirliği hakkında kuşkular yaratıyor.

Bu veriler daha yakından incelendiğinde, Dow kuramının elde ettiği sonuçların kalitesinde, kuramın Wall Street'de ciddiye alınmaya başlamasından birkaç yıl sonra yani 1938 yılında, köklü değişiklikler olduğunu görüyoruz. Kuramın en dikkate değer başarısı, 1929 çöküşünden bir ay önce 306'da satış sinyali vermesi ve ayı piyasası 1933 yılında 84 seviyesinde durana dek yatırımcıları hisse senedi piyasasından uzak tutmasıydı. Ama Dow kuramının 1938'den sonra bütün yaptığı iş yatırımcıları, iyi seviyelerde piyasadan çıkarıp daha yüksek seviyelerden piyasaya sokmak olmuştur. Bundan sonraki 30 yıl içerisinde sadece alıp tutma taktiğini uygulamak çok daha iyi bir yatırım olurdu.[2]

Bize göre Dow kuramı sonuçlarındaki bu değişimler pek de tesadüfi değildir. Burada, iş ve finans dünyasında tahminlerde bulunmanın ve trading formülleri uygulamanın doğasında bulunan bazı özellikler açıkça gö-

2. Bir Dow kuramı uzmanı olan Robert M. Ross'a göre, Aralık 1966 ve Aralık 1970'de gelen son iki al sinyali daha önce gelen sat sinyallerinin çok altındadır.

rünmektedir. Bu formüller, ya belli bir süre içinde iyi sonuç verdiği ya da geçmişin belli bir dönemini yansıtan istatistiksel verilerin üzerine uyarlandığı için bir taraftar kitlesi ve önem kazanmışlardır. Ama bu tür formüllerin kullanımı ne kadar artarsa güvenirlikleri de o denli düşer. Bunun iki nedeni vardır: Birincisi, zaman içinde koşullar değişir ve eski formüller artık uygulanamaz olur. İkincisi, hisse senedi piyasasında bir kuramın kullanımı yaygınlaştığında, kendisi de piyasa üzerinde bir etken haline gelir ki bu da uzun vadede kâr fırsatlarını yok eder. (Dow kuramı gibi bir yöntemin popülaritesi kendi kendisini besler ve herkesin aynı anda aynı sinyalin gösterdiği bir alım veya satıma hücum etmesi, yarardan çok tehlike arzedebilir.)

Ucuza-Al-Pahalıya-Sat Yaklaşımı

Sıradan bir yatırımcının fiyat yönünü tahmin ederek fiyat hareketlerinden başarıyla faydalanamayacağı hakkında ikna olmuş durumdayız. Bu hareketlerden, hareket olup bittikten sonra faydalanma imkanı var mı? Yani büyük piyasa düşüşlerinden sonra alım yaparak veya büyük yükselişlerden sonra satarak kâr edilebilir mi? 1950'den önceki birçok yılı kapsayan dönemlerdeki piyasa dalgalanmaları bu fikri destekliyor. Aslına bakarsanız, "kurnaz yatırımcının" klasik tanımı "herkesin satış yaptığı ayı piyasasında alım yapan veya herkesin alım yaptığı boğa piyasasında satış yapan kişi" idi. 3. Bölümde, 1900-1970 yılları arasında Standard&Poor's bileşik endeksinin dalgalanmalarını gösteren Grafik 1 ve Tablo 3-1'deki verileri daha yakından incelersek, son yıllara kadar bu görüşün neden geçerli kaldığını kolayca görürüz.

1897-1949 yılları arasında, bir ayı piyasası dip noktasından boğa piyasası zirvesine çıkan ve tekrar ayı piyasası dip noktasına dönen on adet tam piyasa döngüsü vardı. Bunların altı tanesi dört yıldan daha uzun sürmedi. Dört tanesi altı-yedi yıl devam etti. 1921-1932 yılları arasındaki o ünlü "yeni dönem" ise on bir yıl sürdü. En düşüklerden, en yükseklere tırmanışların yüzdeleri %44 ilâ %500 arasında değişirken, çoğu %50 ilâ %100 arasındaydı. Bu çıkışları takip eden düşüşlerin yüzdeleri %24 ilâ %89 arasındaydı ve bunların çoğunluğu da %40 ilâ %50 arasında bir düşüş gösterdi. (%50'lik bir düşüşün daha önce oluşan, %100'lük bir yükselişin tamamını yediğini unutmayın.)

Hemen hemen her boğa piyasasının bir takım belirgin ortak özellikleri vardı: (1) Tarihin en yüksek fiyat seviyeleri, (2) yüksek fiyat/kazanç oranları, (3) tahvil getirileriyle karşılaştırıldıklarında düşük kâr payı getirileri, (4) kredili işlemlerin sayısında artış ve (5) düşük kalitede halka arzlar. Bu özelliklerin ışığında akıllı bir yatırımcı, devamlı tekrarlanan bu ayı ve boğa piyasalarını tespit edebilir ve ayı piyasalarının diplerinde alım ya-

pıp boğa piyasalarının tepelerinde satışa geçebilir ve bu işlemleri nispeten kısa vadelerde gerçekleştirebilir. Değer unsurlarına veya yüzde fiyat oynamalarına ya da her ikisine de dayanan ve genel piyasadaki alım ve satım seviyelerini tespit etmeye yarayacak çeşitli yöntemler de mevcuttur.

Ancak şunu da belirtmeliyiz ki, 1949'da başlayan o eşi görülmemiş boğa piyasasının öncesinde bile birbirini takip eden piyasa döngüleri o kadar çok çeşitlilik göstermişti ki o arzu edilen ucuza-al-pahalıya-sat süreci son derece karmaşık ve yıpratıcı bir iş haline gelmişti. Bunların en çok dikkat çekeni, her hesabı yanlış çıkartan ve 1920'li yılların sonlarında gelişen boğa piyasasıydı. Bu yüzden 1949'da bile, yatırımcının finansal politikası ve yöntemlerini bu ayı piyasasının düşük seviyelerinde alım yapıp boğa piyasalarının yüksek fiyatlarında satış yapmaya dayandırması çok güç bir işti.

Sonuçta her şey tersine gelişti. Son 20 yıldaki piyasa davranışı, daha önceki oluşumları izlemedi ve daha önce iyi sonuç vermiş tehlike sinyallerine kulak asmadı. Ucuza alıp pahalıya satmaya dayanan eski piyasa kurallarını kullanmanın pek kârlı bir yanı kalmadı. O eski ve düzenli boğa ve ayı piyasası formasyonlarının piyasaya tekrar geri dönüp dönmeyeceği bilinmez. Ama bu varsayıma dayanarak eski kurallara bel bağlamanın pek gerçekçi olmayacağı da kesin. Ne var ki, önerdiğimiz politikalar, yatırımcının istediği takdirde hisse senedi fiyatlarının değer standartları çerçevesinde daha az veya çok cazip olmaları durumuna bağlı olmak kaydıyla, portföyü oluşturacak tahvil ve hisse senedi oranlarını değiştirmesine olanak tanıyor.

Formüllü Planlar

1949-50 yıllarında başlayan hisse senedi piyasası yükselişinin ilk yıllarında, piyasa döngülerinden faydalanmayı amaçlayan çeşitli yöntemlere ilgi çok fazlaydı. Bunlara genelde "formüllü yatırım planları" denmekteydi. Bu tür planların çoğunun esası, dolar maliyeti ortalamasının dışında, piyasa çok yükseldiğinde bir miktar satış yapılmasına dayanıyordu. Hatta bazıları büyük yükselişlerin sonunda, tutulan tüm hisselerin satışını öngörüyordu. Bazıları ise her durumda en azından küçük bir miktarın hâlâ hisselerde bulundurulmasını gerektiriyordu.

Bu yaklaşımın çifte cazibesi vardı. Hem mantıklı (ve muhafazakâr) gözüküyordu hem de geçmiş verilere uygulandığında mükemmel sonuçlar veriyordu. Ne yazık ki, popüleritesinin zirveye vardığı dönem, en kötü sonuçlar vereceği zamana rastlamıştı. 1950'li yılların ortalarında, "formül planlayıcılarınm" çoğu ya tamamen ya da hemen hemen kendilerini belli bir seviyede hisse senedi piyasasının dışında bulacaklardı. Daha önce enfes sonuçlar elde ettikleri doğrudur, ama daha sonraları piyasa ellerinden akıp gitti. Formülleri ise onlara tekrar alım yapma fırsatı tanımadı.

1950'lerin başlarında formül-yatırımı yaklaşımını kucaklayanların deneyimiyle, 20 yıl sonra Dow kuramının tamamen mekanik bir uygulamasını kullananların deneyimi arasında benzerlikler var. Her iki durumda da, kullanım yaygınlaştığı zaman, bu yöntemler artık işlememeye başladı. Dow Jones Sanayi Endeksi'ndeki alım satım seviyelerini belirlemek için kendi geliştirdiğimiz "merkezi değer yöntemi"nde de tatsız deneyimler yaşadık. Bunlardan alınacak ders, herkesin kolaylıkla anlayıp uygulayabileceği bir hisse senedi piyasasında "para yöntemi" tanımı itibariyle çok basit ve kısa ömürlü olacaktır. Spinoza'nın nihaî yorumu felsefeye olduğu kadar Wall Street'e de uyuyor: "Mükemmel olan her şey, nadir olduğu kadar da zordur."

Yatırımcı Portföyünün Piyasa Dalgalanması

Portföyünde hisse senedi bulunduran her yatırımcı için, bu hisselerin değerinde zaman içinde ortaya çıkan dalgalanmalar şaşırtıcı olmamalıdır. 1964 yılında son baskımızı yazmamızdan önceki DJIA hareketleri, hisse senedi yatırımlarını büyük, seçkin ve muhafazakârca finanse edilmiş şirketlerle kısıtlamış olan muhafazakâr yatırımcının hisse senedi portföyüne neler olduğunu çok iyi yansıtıyor. Endeks, ortalama seviyeler olan 890'lardan 1966 yılında 995'e yükseldi (daha sonra 1968'de tekrar 985'e), 1970 yılında 631'e düştü ve neredeyse tam bir toparlama yaparak 1971'de 940'a çıktı. Aslına bakarsanız, endeksin ihtiva ettiği bireysel kağıtların yaptığı en düşük ve en yüksek seviyeler, yukarıda belirttiğimiz endeks dalgalanmalarından çok daha ciddi oynamaları temsil ediyordu. Diğer çeşitlemeli ve muhafazakâr hisse senedi portföylerini incelediğimizde de senaryonun pek değişik olmadığını görüyoruz. Genelde, ikinci kalite kağıtların fiyatları diğerlerinden daha vahşice dalgalanır, ancak bunun uzun vadede iyi ama küçük şirketlerin daha kötü performans gösterecekleri anlamına gelmemesi gerekir. Ne olursa olsun, yatırımcı önceden kendisini gelecek beş yıl içinde yatırımlarının değerinin en düşük noktasından %50 artması ve aynı şekilde en yüksek değerinden de üçte bir veya daha fazla düşmesi olasılığına hazırlamalıdır.

Ciddi bir yatırımcı, hisse senedi piyasasının günlük, hatta aylık oynamalarının onu zengin veya fakir kılmayacağını bilir. Ama ya daha uzun vadeli ve geniş çaplı değişikliklerin etkisi ne olacaktır? Burada ortaya daha önemli sorular ve daha karmaşık psikolojik sorunlar ortaya çıkar. Piyasada meydana gelebilecek, hatırı sayılır bir yükseliş hem hoşnutluk verecek hem de sağduyulu bir endişeye yol açacaktır, ama sağduyusuz bir davranışa da sebebiyet verebilir. Hisselerinizin değeri yükselmiştir, güzel! Eskisinden daha zenginsiniz, güzel! Ama fiyatlar çok mu yükseldi? Satmayı düşünmeye başlamanız gerekir mi? Ya da fiyat seviyeleri daha düşükken

daha fazla alım yapmadığınız için kendinizi suçluyor musunuz? Ya da, tüm akla geleceklerin en kötüsüyle de karşılaşabilirsiniz. Böyle bir durumda, boğa piyasası atmosferine kendinizi kaptırıp, yatırımcı kitlesinin (ki siz de onun bir parçasısınız) o aşırı özgüven ve hırsına katılarak daha büyük ve daha tehlikeli yükümlülükler mi üstleneceksiniz? Bu soruya hayır cevabını kitap yazarken vermek kolay ama gerçek hayatta uygulamaya koymak için büyük irade gücü gerekir.

İşte insan doğasının bu özelliklerinden dolayı, bir yatırımcının portföyündeki tahvil ve hisse senedi oranlarını değiştirmekte kullanılacak bir tür mekanik bir yöntemin yararına inanıyoruz. Bunun belki de en büyük faydası, böyle bir formülün yatırımcıya yapacak bir şeyler sağlamasıdır. Piyasa yükselince bir miktar hisse senedi satarak gelen parayı tahvillere yatıracak, düşünce de prosedürü tersine çevirecektir. Bu faaliyetler, o sıkışıp kalmış enerjisini harcaması için bir kapı açacaktır. Eğer doğru türden bir yatırımcıysa, faaliyetlerinin, kalabalığın faaliyetlerinin tam tersinde olduğunun farkına varınca da ilave bir hoşnutluk duyacaktır.

Hisse Senedi Piyasası Değerlemelerine Karşı Ticari Değerlemeler

Piyasa dalgalanmalarının yatırımcının gerçek durumu üzerine yaptığı etkiyi, yatırımcının hisse senedini aldığı şirketlerin bir ortağı olması açısından da ele alabiliriz. Aslında bu pazarlanabilir hisse senetlerinin sahiplerinin çifte statüsü bulunur ve istediğinde herhangi bir tanesinden faydalanma hakkı vardır. Bir tarafta yatırımcı, bir azınlık hissedarı ve sessiz ortakla aynı durumdadır. Bu durumda, elde edeceği gelir tamamen o şirketin performansına veya sahip olduğu aktiflerin değerlenmesine bağlıdır. Yatırımcı bunları genellikle en son bilançoda görünen net değerdeki payını ölçerek hesaplar. Diğer tarafta, hisse senedi sahibi, elinde üzerinde şirketin ismi yazan bir sertifika bulundurmaktadır. Bu sertifika (hisse senedi), piyasa açıkken saniye saniye oynayan fiyatlardan istendiği anda birkaç dakika içerisinde satılabilir ve bu fiyatın şirketin bilançosuyla genellikle hiçbir alâkası yoktur.

Hisse senedi piyasasının son yirmi otuz yıllık gelişimi, yatırımcıyı daha çok fiyat kotasyonlarına bağımlı yapmış ve kendisini hisse senetlerinin sahibi olduğu şirketin bir ortağı olarak görmesi olgusunu iyice azaltmıştır. Bunun nedeni, hisse senetlerine sahip olduğu başarılı şirketlerin hisse fiyatlarının, genellikle net aktif değerlerinin (veya defter değeri, veya "bilanço değeri") üzerinde prim görmüş olmalarıdır. Yatırımcı bu piyasa primlerini ödemekle işi bir bakıma şansa bırakmakta ve hisse senedi piyasasının kendisinin onu haklı çıkarmasını beklemektedir.

Bu bekleyiş, günümüz yatırım ortamında çok önemli bir unsurdur ve hakettiğinden daha az dikkati çekmiştir. Hisse senedi piyasası kotasyonlarının yapısı bir çelişki içerir. Bir şirketin mali raporları ne kadar iyi görünüyorsa ve geleceği ne kadar parlaksa, hisse senedi fiyatlarının defter değeriyle olan ilişkisi de o kadar azdır. Ne var ki, defter değeri üzerindeki prim ne kadar fazlaysa, gerçek değerini hesaplamak için temel alınacak unsur da o kadar belirsiz olur. Yani, bu durumda, bu "değer" daha çok hisse senedi piyasasının genel havasına ve ölçümlerine göre değişecektir. Bu da bizi en son paradoksa getiriyor. Bir şirket ne kadar başarılı olursa, hisse senedi fiyatı da o kadar çok dalgalanır. Bu da gerçek anlamda, hisse senedi ne kadar kaliteliyse o kadar çok spekülatif olacağı anlamına gelir. En azından pek onlar kadar görkemli olmayan orta kalitedeki kağıtlarla karşılaştırıldıklarında... (Söylediklerimiz, öncü büyüme şirketleriyle birçok yerleşik ve iyi şirketin karşılaştırması için de geçerlidir. Burada, ticari faaliyet alanları spekülatif olduğu için hisse senetleri de son derece spekülatif olan şirketleri hesaba katmıyoruz.)

Yukarıda görüşler, zannediyoruz ki en başarılı ve en etkili şirketlerin hisse fiyatlarının neden bu kadar fazla dalgalandığını açıklamaktadır. En gözde örneğimiz, büyük şirketlerin hükümdarı olan International Business Machines olacak. IBM hisse senetlerinin fiyatları, 1962-63 yılında yedi ay içinde 607'den 300'e düştü. 1970 yılında da iki kez bölündükten sonra 387'den 219'a geriledi. Son yıllarda daha da iyi kâr eden Xerox, 1962-63 yılında 171'den 87'ye ve daha sonra 1970'de 116'dan 65'e düştü. Bu çarpıcı düşüşler IBM ve Xerox'un geleceği veya büyüme potansiyelleri hakkında herhangi bir endişeyi yansıtmıyordu. Aksine, hisse senedi piyasasının bu mükemmel şirketler üzerinde yaptığı primli değerlemeye olan bir güvensizliği aksettiriyordu.

Bu tartışmalar bizi, hisse senetlerine muhafazakâr bir şekilde yatırım yapan yatırımcı için pratik bir önemi olacak bir sonuca götürüyor. Eğer yatırımcının portföyü için kağıt seçerken dikkatli davranması gerekiyorsa, en iyisi hiç olmazsa şirketin maddi varlıklarının değerine yakın bir yerlerde işlem gören, örneğin bu değerden üçte birden daha fazla olmayan şirketlere konsantre olmasıdır. Bu veya daha düşük seviyelerde yapılan alımlar, mantıken şirketin bilançosuyla daha yakın bir ilişki içerisindedir ve piyasa dalgalanmalarından bağışık kalacaktır. Defter değerinin üzerinde ödenen prime, bir bakıma hisse senedi borsasında kote edilme ayrıcalığı ve bununla birlikte gelen pazarlanabirlik unsuru için, ödenen bir değer olarak da bakılabilir.

Bu aşamada dikkatli olmak gerekir. Bir hisse senedi, sadece defter değerine yakın bir yerlerde işlem görüyorsa, iyi bir yatırım olduğu anlamına gelmez. Buna ek olarak, bir yatırımcı memnun edici bir fiyat kazanç oranına, yeteri kadar kuvvetli bir mali yapıya ve kazançların yıllar boyu koru-

nabileceği olasılığına bakmalıdır. Bu düşük fiyatlı bir hisseden çok şeyler bekleniyormuş gibi görünebilir. Ancak bu reçetenin, özellikle fiyatların tehlikeli bir şekilde yükselmiş olduğu piyasalarda uygulanması pek güç olmamalıdır. Yatırımcı çok parlak geleceklere, örneğin ortalamanın üstünde beklenen kârlılığa yatırım yapmaktan vazgeçmeye razı olursa yukarıdaki kriterlere uyan birçok kağıt bulmakta güçlük çekmeyecektir.

Hisse senedi seçimi hakkındaki bölümlerde (14 ve 15. Bölüm), 1970 sonunda DJIA'yı oluşturan kağıtların yarısının bu kriterlere uyduğunu gösteren verileri göreceksiniz. Bunların arasında en çok tabana yayılmış olanı American Tel.&Tel. aslında hâlen maddi varlıklar değerinin altında işlem görmektedir. Çoğu elektrik şirketi hâlen (1972 başları) aktif değerlerine yakın yerlerde işlem görmeye devam etmektedir.

Arkasında bu tür defter değeri olan şirketleri taşıyan portföy sahibi yatırımcılar, hem kârların hem de maddi varlıkların çok üstlerinde primler ödemiş olan yatırımcılardan çok daha bağımsız, hisse senedi piyasası dalgalanmalarından çok daha az etkilenerek davranabilirler. Bu şirketlerin kârlılıkları devam ettiği müddetçe, hisse senedi piyasasının ne yaptığı ve kaprisleri önemli olmayacaktır. Buna ek olarak, bu kaprisler ucuza al, pahalıya sat oyununu oynamak için de birer fırsat teşkil ederler.

A.&P. Örneği

Bu noktada çok eski bir örneği vereceğiz, çünkü hem şirket hem de yatırım deneyimimizin birçok yönünü birleştiriyor. Örneğimiz Great Atlantic&Pacific Tea Co.

A.&P. hisseleri ilk kez şimdi ismi American Stock Exchange olan "yan" piyasada 1929 yılında halka arz olmuştu ve 494'lere kadar da işlem görmüştü. 1932'de, bu facia yılında şirketin kârlılığı her ne kadar önceki yıllardaki seviyelerini korumuş olsa dahi, hisse senetlerinin değeri 104'e düştü. 1936'daki işlem aralığı 111 ve 131 arasındaydı. Daha sonra 1938'deki ekonomik durgunluk ve ayı piyasası esnasında fiyatlar 36'ya kadar indi.

Bu müthiş bir fiyattı. Bu fiyat, şirketin toplam olarak adi ve tercihli hisselerinin değerinin 126 milyon dolar olduğu anlamına geliyordu. Oysa şirket daha yeni 85 milyon dolar nakite ve 134 milyon dolar değerinde de işletme sermayesine (net cari aktifler) sahip olduğunu açıklamıştı. A.&P., dünyanın olmasa da Amerika'nın en büyük perakendecisiydi ve kârlılığının devamlı ve etkileyici bir geçmişi vardı. Buna rağmen 1938 yılında Wall Street, şirketi cari aktiflerinden daha düşük bir düzeyde değerlemişti. Bu şirket tasfiye edilse bile daha azla tutarda para getirebilecekti. Neden? İlk olarak, mağaza zincirlerine getirilecek bir ek vergi tehdidi vardı. İkinci olarak, genel piyasa düşüktü. Bu nedenlerden birincisi biraz fazla abartılmış-

tı ve anlamsız bir korkuya yol açıyordu. Diğeri ise tipik bir geçici durumu aksettiriyordu.

Yatırımcının A.&P. hisselerini 1937 yılında beş yıllık ortalama kârlarının 12 katında, yani takriben 80'de aldığını varsayalım. Bunu takip eden ve fiyatı 36'ya düşüren piyasa hareketinin yatırımcı için pek önemi olmadığını kesinlikle söyleyemeyiz. Bu aşamada doğru karar verip vermediğini değerlendirmek için dikkatlice analiz yapmış olması gerekir. Ama eğer değerlendirmesi doğru ise, bu piyasa hareketini geçici bir piyasa kaprisi olarak görecektir. Eğer parası varsa, ilave düşüşler onun için yeni birer alım fırsatı teşkil edecektir.

Sonuç ve Düşündürdükleri

Bir sonraki yıl, 1939'da, A.&P. hisseleri 117 $^{1/2}$'ye, yani 1938'de yaptığı en düşük fiyatın üç misline veya 1937 ortalamasının çok üstüne çıktı. Adi hisselerdeki bu tür fiyat dönüşleri seyrek olan bir şey değildir. Ancak A.&P.'nin sergilediği geri dönüş çok çarpıcıdır. 1949'u takip eden yıllarda, mağaza zincirinin hisseleri genel piyasayla birlikte 1961 yılına kadar artmaya devam etti ve bölünmeyle birlikte (10'a 1) 70$^{1/2}$'ye çıktı ki bu 1938 fiyatlarıyla 705'e tekabül ediyordu.

70$^{1/2}$ seviyesi fevkalade bir fiyat, çünkü 1961 kazançlarının tam 30 misli. Böyle bir fiyat/kazanç oranı (o yıl DJIA'nınki 23 idi) kârlılıkta müthiş bir büyüme beklentilerini akla getiriyordu. Şirketin daha önceki yıllardaki performansına bakıldığında bu iyimserlik biraz fazla abartılıydı ve nitekim hepsi tamamiyle yanlış çıktı. Kârlılık artacağına düşüşe geçti. Fiyatlar 70$^{1/2}$ zirvesini gördükten sonra 34'e düştü. Ama bu kez hisselerde o 1938'in en düşüklerinde olduğu gibi bir kelepirlik özelliği yoktu. Çeşitli dalgalanmalardan sonra fiyatlar 1970 yılında 21$^{1/2}$'ye ve daha sonra 1972'de de şirket ilk kez çeyrek yıllık zarar gösterdiğinde 18'e düştü.

Bu tarihi vakada, büyük bir Amerikan şirketinin yarım kuşaklık bir süre içerisinde ne kadar geniş bir şekilde dalgalandığını ve yatırımcı kitlesinin, aşırı iyimserliğe veya kötümserliğe düşerek nasıl hesap hataları yaptığını görüyoruz. 1938 yılında şirket neredeyse bedavaya gidiyordu ve alıcısı yoktu. 1961 yılında ise aşırı yüksek fiyatlardan alım için insanlar birbirlerini çiğniyordu. Bundan sonra hisseler değerlerinin yarısını, birkaç yıl sonra da hatırı sayılır bir oranını daha kaybettiler. Bu esnada müthiş kârlı olan bir şirket, vasat bir şirket haline geldi ve ekonomik patlama yılı olan 1968'de kârları 1958 seviyesinin altına indi. Bu zaman zarfında mevcut kârlılığın gerektirmediği bir seri kafa karıştırıcı oranda kâr payı ödenmişti. A.&P., 1961 ve 1972 yıllarında, 1938'de olduğundan daha büyük bir şirketti ama ama eskisi kadar iyi, kârlı ve cazip bir şekilde işletilmiyordu.

Bu hikayeden iki ana ders çıkartılabilir. Birincisi, hisse senedi piyasa-

ları bazen aşırılıklara kaçarak yanlışlara düşebilir, cesur ve tetikte olan bir yatırımcı bu hatalardan faydalanabilir. İkincisi, çoğu şirket yıllar içinde değişip eski özelliklerini kaybedebilir, bazen iyiye, bazen de kötüye gidebilir. Yatırımcının böyle bir şirketi atmaca gibi seyretmesi gerekmez ama o, zaman zaman da ayrıntılı değerlendirmeler yapmalıdır.

Pazarlanabilir hisse senetlerinin sahibi ile özel bir şirketin ortağı konumunda olan yatırımcı arasındaki karşılaştırmamıza dönelim. Birinci tipin, kendisini hisse senedini aldığı çeşitli şirketlerin kısmi ortağı olarak gören veya o hisseleri istediği anda kote edilen fiyatlardan satma seçeneği olan kişi olduğunu söylemiştik.

Ama şu önemli gerçeği de unutmayın: Gerçek yatırımcı için fiyat dalgalanmaları hiçbir zaman önemli değildir ve hisselerini ancak çok ender rastlanan bir durumda satmaya zorlanacaktır. Piyasa seviyeleri onun için sadece onun defterine uyduğu zamanlarda önemli olacaktır, başka zaman değil. Bu yüzden, gereksiz veya nedensiz piyasa düşüşlerinde paniğe kapılan veya endişe duyan yatırımcı, temel avantajını mantıksız bir şekilde temel bir dezavantaj haline getirecektir. Eğer elinde bulundurduğu hisseler hiç kote edilmeseydi onun için çok daha iyi olurdu, çünkü o takdirde diğerlerinin yaptığı yargı hatalarından dolayı kendisi o zihinsel ızdırabı çekmezdi.

Sırası gelmişken, 1931-1933 yıllarındaki o karanlık çöküntü günlerinde, bu tür yaygın bir durumun egemen olduğunu hatırlatalım. O günlerde hisse fiyatları kote edilmeyen bir hissenin sahibi olmanın psikolojik bir faydası vardı. Örneğin, sabit getirili ve uzun vadeli faiz araçlarına yatırım yapanlar, faiz ödemeleri düzgün yapıldığı müddetçe, en azından anaparalarını koruduklarını varsayıyorlardı. Çünkü bu araçların fiyatları kote edilmediklerinden, bunun aksinin olmadığı düşünülüyordu. Diğer tarafta, birçok kote edilen şirket tahvilinin, birinci kalitede olanların bile, fiyatları ciddi bir şekilde düşmüştü ve bunları ellerinde bulunduranlar doğal olarak gittikçe fakirleştiklerini sanıyorlardı. Aslında, bu düşük fiyatlara rağmen daha iyi durumdaydılar, çünkü istedikleri veya istenildiği takdirde ellerindeki kağıtları daha iyi getiri sağlayacak olan diğerleriyle değiştirebilirlerdi. Yine aynı mantıkla, mevcut piyasa dalgalanmalarını, geçici ve anlamsız bularak göz ardı edebilirlerdi. Ama yine de, elinizde bulundurduğunuz menkul kıymetin, sırf piyasada kote edilmediği için, değerinden bir şey yitirmediğini varsaymak da kendi kendinizi kandırmak olacaktır.

1938'deki A.&P. örneğine dönersek, yatırımcı bu hisseleri elinde tuttuğu müddetçe, kendi kafasında yaptığı değerlemeye dayanarak bu hisselerin gerçek değerlerinde olabilecek bir erimenin üzerinde bir şey kaybetmeyecektir. Eğer böyle bir erime yoksa, sırası gelince piyasanın tekrar 1937 seviyelerine geleceğini beklemesi haklıdır. Nitekim bir sonraki yıl bu beklenti gerçekleşmiştir. Bu anlamda pozisyonu, en azından kote edilmeyen özel

bir şirkette olan payı kadar iyidir. Çünkü böyle bir durumda bile, 1938 durgunluğunun etkisiyle şirketine ne olduğuna bakarak, yatırım maliyetlerinin bir kısmını zihinsel olarak budaması haklı veya haksız olabilir.

Hisse senedi yatırımında değer yaklaşımını eleştirenler, organize bir menkul kıymet piyasasının varlığının "hissedar olmaya getirdiği yeni ve çok önemli bir özellik olan likidite" nedeniyle, adi hisselerin, özel bir şirketin ortaklığı gibi görülemeyeceğini veya değerlendirilemeyeceğini savunurlar. Ama bu likiditenin asıl anlamı, ilk olarak, o hissenin hisse senedi piyasası tarafından günlük olarak ve devamlı değişen bir şekilde değerlendirilmesi, ikinci olarak, yatırımcının istediği takdirde, yatırımını artırıp azaltabilmesidir. yani, kote edilen bir piyasanın varlığı, yatırımcıya kote edilmeyen bir piyasada olmayan bir takım seçenekler tanır. Ama, değerleme fikrini başka bir kaynaktan almayı seçen bir yatırımcıya kendi kotasyonunu zorla kabul ettiremez.

Kıssadan hissemizi alarak bu bölümü kapatalım. Özel bir şirkette 1000 dolara aldığınız bir hisseniz olduğunu düşünün. Mr. Market isminde çok iyiliksever bir ortağınız var. Her gün size payınızın ne değerde olduğunu söylüyor ve hatta satacaksanız alıcı olacağını veya ilave hisse alacaksanız satıcı olacağını bildiriyor. Bazen, sizin de bilip anladığınız kadarıyla, ticari gelişme ve beklentiler doğrultusunda yaptığı değerlemeler doğru ve mantıklı oluyor. Ama bazen o kadar coşkulu ki, değerleme fikirleri sizin için biraz saçma kaçıyor.

Eğer sağduyulu bir yatırımcı veya mantıklı bir işadamı iseniz, o 1000 dolara aldığınız payınıza, piyasanın her gün değer biçmesine izin verir miydiniz? Bu günlük iletişim sizin görüşünüzü değiştirir miydi? Sadece onunla aynı fikirde olduğunuzda veya sadece onunla alış veriş yapmak istediğinizde onu dinlerdiniz. Gülünç düzeyde yüksek bir fiyattan alıcı olduğunda satardınız veya çok düşük bir fiyattan satıcı olduğunda ona kulak verirdiniz. Ama geriye kalan zamanlarda varlıklarınızın değerini kendiniz ölçerdiniz ve bunlar da hissedarı olduğunuz şirketin faaliyeti ve mali durumu hakkındaki raporlara dayalı olurdu.

Gerçek bir yatırımcı da hisse senedi aldığında aynı pozisyondadır. Kendi yargı ve eğilimlerine göre günlük piyasa fiyatından yararlanabilir veya ondan uzak durabilir. Önemli fiyat hareketlerini göz önünde bulundurmalıdır, çünkü aksi takdirde yargısına temel alacak bir unsur bulamaz. Bu hareketler, dikkate alınması gereken makul bir uyarı işareti verebilir. Bu işaret en kolay anlamıyla, fiyatlar çok düştüğü için işlerin daha da kötüye gideceğinin habercisi olabileceğinden hisselerini satmasını gerektirebilir. Bizim görüşümüzde, bunun gibi işaretler en azından haklı çıktıkları kadar da yanıltıcıdırlar. Temelde, fiyat dalgalanmalarının gerçek bir yatırımcı için tek bir önemi bulunur. Ona, fiyatlar çok düştüğünde alım, çok çıktığında da satım yapma fırsatı tanırlar. Diğer tüm zamanlarda, hisse senedi pi-

yasasının ne yaptığını unutması ve dikkatini kâr payı getirilerine ve şirketin ne durumda olduğuna çevirmesi daha iyi olacaktır.

Özet

Yatırımcıyla spekülatör arasındaki en gerçekçi fark, piyasa hareketlerine karşı olan tutumlarında ortaya çıkar. Spekülatörün en önde gelen çıkarı piyasa hareketleri hakkında tahmin yapmasında ve bunlardan kâr etmesinde yatar. Yatırımcının en ileri gelen amacı ise uygun fiyatlardan uygun menkul kıymetleri toplamak ve tutmaktır. Pratik anlamda, piyasa hareketleri onun için önemlidir, çünkü bu hareketler alım yapılabilecek ucuz fiyatlar veya alımdan uzak durulması gereken veya hatta satış yapılabilecek yüksek fiyatlar yaratır.

Tipik bir yatırımcının düzenli bir şekilde ucuz fiyat fırsatlarının gelmesini beklemesinin doğru olup olmadığı kesin değildir, çünkü bu bekleyiş çok uzun sürebilir ve gelir kaybına ve diğer yatırım fırsatlarının kaçırılmasına yol açabilir. Genelleme yapacak olursak, yatırımcının hisselere yatıracak parası olduğunda alım yapması doğrudur. Ancak bu, çok yüksek seviyelerde yapılmadığı müddetçe geçerlidir. Daha kurnaz olmak istiyorsa, hiçbir zaman kıtlığını çekmediğimiz kelepir kağıtları aramaya koyulmalıdır.

Wall Street'de, genel piyasanın yönünün tahmin edilmeye çalışılmasının yanı sıra, nispeten kısa bir gelecek zaman süreci içerisinde, diğerlerinden "daha iyi performans" gösterecek bireysel hisseleri veya sektörleri tespit etmeye de çok zaman ve gayret sarfedilir. Bu çabalar ne kadar mantıklı gözükse de gerçek bir yatırımcının gereksinim ve tutumlarına uyacağını zannetmiyoruz. Çünkü, bu çaba doğrultusunda hisse senedi piyasasında boy gösteren birçok diğer "trader" ve birinci sınıf finansal analistle rekabete girecektir. İlk önce fiyat hareketlerine, daha sonra içsel değere önem veren tüm diğer faaliyetlerde de olduğu gibi, bu alanda boy gösteren bir çok akıllı beyin, zaman içinde kendi kendini alt edici ve çabalarını boşa çıkartıcı bir tutum içerisine girer.

Sağlam hisselerden oluşmuş bir portföyün sahibi için piyasa dalgalanmaları, beklentileri çerçevesinde olmalı, aşırı düşüşler ve aşırı yükselişler onu etkilememelidir. Piyasa kotasyonlarının onun kolaylığı için varolduğunu asla unutmamalıdır. Bu kotasyonlardan ya faydalanacaktır ya da dikkate almayacaktır. Bir hisse senedi, asla yükseldi diye alınmamalı ve asla düştü diye satılmamalıdır. Şu aşağıdaki Wall Street deyişi de söylediklerimizi pekiştiriyor: "Asla önemli bir yükselişten hemen sonra alma ve asla büyük bir düşüşten hemen sonra satma."

İlâve Bir Düşünce

Burada ortalama piyasa fiyatlarından, yönetimin yeterliliğinin ölçümü açısından da bahsetmekte yarar var. Bir hissedar yatırımının başarılı olup olmadığını ona ödenen kâr payları ve genel piyasa değerinin uzun vadedeki trendi ile ölçer. Mantık açısmdan aynı kriterler, şirketin yönetim kadrosuna ve bu kadronun şirketin sahiplerine karşı gösterdiği tutuma da uygulanmalıdır.

Bu cümle biraz klişe gibi ses veriyor ama yine de vurgulanması yararlı olur. Çünkü, piyasanm, yönetimin performansını yargılaması için kullandığı kabul edilmiş standart, bir teknik veya yaklaşım yoktur. Tam tersine, şirket yöneticileri, şirket hisselerinin piyasa değerinde oluşabilecek her hangi bir değişiklikten kendilerini hiçbir zaman sorumlu tutmamakta ısrarlı olmuşlardır. Elbette onlar, şirketin faaliyeti ve performansıyla alâkası olmayan piyasa dalgalanmalarından sorumlu tutulamazlar. Ancak hissedarlar gerektiği kadar uyanık ve zeki değillerse, bu dokunulmazlık şirketin hisselerinin devamlı ve hoşnutsuzluk yaratan bir şekilde, hep düşük kalmasına ve bunun da piyasa kotasyonlarına yansımasına yolaçabilir. En nihayet iyi yönetim kadroları iyi bir ortalama piyasa fiyatı üretirler, kötü kadrolar ise kötü fiyatlara neden olurlar.

Tahvil Fiyatlarındaki Dalgalanmalar

Uzun vadeli bir tahvilin anaparası ve faiz ödemelerinin güvenliği her ne kadar tartışılmaz olsa da, yatırımcı faiz oranlarındaki değişikliklere göre tahvil fiyatlarının da bir hayli oynamaya maruz kalacaklarının farkında olmalıdır. Tablo 8-1'de, iyi kaliteli ve vergiden muaf şirket tahvillerindeki getirileri kapsayan ve 1902'ye kadar geri giden verileri sunuyoruz. Bireysel gösterimler olarak da iki temsili demiryolu şirketi tahvilinin fiyat oynamalarını ekledik. (Bunlar, kuşaklar boyu en çok tercih ettiğimiz geri itfa edilemeyen cinsten olan 1995 vadeli ve %4 kuponlu Atchison, Topeka&Santa Fe genel ipotek tahvilleri ve uzun zamandır Baa rating'i taşıyan ve orijinal olarak 150 yıllık vadesi bulunan 2047 vadeli ve %3 kuponlu Northern Pacific Ry. tahvilleridir.)

Ters yöndeki hareketlerinden dolayı, düşük getiriler yüksek fiyatlara, yüksek getiriler de düşük fiyatlara tekabül etmektedir. Northern Pacific tahvillerinin 1940'da düşüşü esas olarak kağıdın güvenilirliğine dair şüphelere dayalıydı. Bundan sonraki birkaç yıl içinde fiyatı müthiş bir şekilde toparladı ve tarihinin en yüksek seviyelerine geldi ama genelde yükselen faiz oranları yüzünden bu seviyelerin üçte ikisini kaybetti. Geçmiş kırk yıl içerisinde, en yüksek kaliteli tahvillerin fiyatlarında bile şaşırtıcı fiyat dalgalanmaları meydana geldi.

Tablo 8-1. Tahvil Getirileri ve İki Temsili Tahvil Fiyatındaki Dalgalanmalar, 1902-1970

	Tahvil Getirileri		*Tahvil Fiyatları*		
	S&P AAA Bileşik	*S&P Mahallî İdareler*		*A.T. & S.F. %4, 1995*	*Nor. Pac. %3, 2047*
1902 en düşüğü	% 4.31	%3.11	1905 en yükseği	105 1/2	79
1920 en yükseği	% 6.40	% 5.28	1920 en düşüğü	69	49 1/2
1928 en düşüğü	% 4.53	% 3.90	1930 en yükseği	105	73
1932 en yükseği	% 5.52	% 5.27	1932 en düşüğü	75	46 3/4
1946 en düşüğü	% 2.44	% 1.45	1936 en yükseği	117 1/4	85 1/4
1970 en yükseği	% 8.44	% 7.06	1939-40 en düşüğü	99 1/2	31 1/2
1971 kapanışı	% 7.14	% 5.35	1946 en yükseği	141	94 3/4
			1970 en düşüğü	51	32 3/4
			1971 kapanışı	64	37 1/4

Tahvil fiyatlarının hesaplanmış getirilerle aynı oranda (ters yönde) dalgalanmadığına dikkat edin. Nedeni, %100 olan sabit vade sonu değerinin ılımlı bir etkisinin bulunmasıdır. Ne var ki, Northern Pacific örneğindeki gibi çok uzun vadeliler için, fiyatlar ve getiriler aynı oranda değişirler.

1964 yılından beri, yüksek kaliteli tahvil piyasasında her iki yöne de rekor seviyede hareketler oluşmuştur. En iyi "mahallî idare" kağıtlarını (vergiden muaf) örnek alacak olursak, getirilerinin ikiye katlandığını görüyoruz. Oranlar, Ocak 1965'te %3.2'den Haziran 1970'de %7'ye çıktı. Buna tekabül edecek şekilde tahvil fiyatı endeksleri de 110.8'den 67.5'e gerilemiş. 1970'li yılların ortalarında, iyi kaliteli uzun vadeli tahvillerin getirileri ülkenin 200 yıllık ekonomik tarihindeki en yüksek getirilerdi. Bundan yirmi beş yıl önce, o uzun boğa piyasamız başlamadan hemen önce tahvil getirileri tarihin en düşük seviyelerindeydiler. Daha önceleri %4$^{1/2}$, %5 gibi getiriler "normal" bulunurken uzun vadeli mahallî idare kağıtları %1, sanayi tahvilleri % 2.40 getiriyorlardı. Uzun bir Wall Street deneyimi olanlarımız Newton'un "etki-tepki, eşit-karşıt" kanununun hisse senedi piyasasında sayısız defa tekrarlandığını görmüştük. Bunların en dikkate değer olanı DJIA'nın 1921'de 64 seviyesinden 1929'da 381'e çıkması ve daha sonra 1932'de 41'e düşmesiydi. Ama bu kez en vahşi dalgalanma genellikle en az ve en yavaş dalgalanan iyi kaliteli tahvillerin fiyat ve getirilerinde gerçekleşiyordu. Bundan alınacak ders, Wall Street'te meydana gelmiş olan hiçbir önemli olgunun bir daha aynı şekilde tekrarlanmayacağıdır. Bu da en gözde vecizemizin ilk yarısını oluşturuyor: "Ne kadar değişirse, o kadar aynı."

Eğer hisse senedi fiyatlarının hareketlerini önceden kestirebilmek, hemen hemen olanak dışıysa, tahvillerinkini kestirebilmek tamamıyle imkansızdır. Eski günlerde, tahvil hareketleri izlenerek en azından gelmekte olan boğa veya ayı piyasası hakkında ipuçları elde edilebilirdi, fakat faiz oranlarında veya tahvil fiyatlarında ortaya çıkacak değişikliklerin hiçbir öncü göstergesi yoktu. Bu nedenle yatırımcı, büyük çapta kişisel tercihlerine dayanarak uzun ve kısa vadeli tahvil yatırımları arasında seçim yapmalıdır. Eğer piyasa değerlerinin düşmeyeceğinden emin olmak istiyorsa, en iyi seçimi herhalde A.B.D. tasarruf bonoları olacaktır (daha önce adı geçen E veya H serisi). Her iki kağıt da, 5 yıllık E serisi ve 10 veya daha fazla yıl vadesi bulunan H serisi, ilk yıldan sonra %5 getirecektir. Bunların en azından maliyet fiyatına geri alınacağı garanti edilmiştir.

Eğer yatırımcı uzun vadeli şirket tahvillerinde şimdi mevcut olan %7.5 getiriyi veya vergiden muaf mahallî idare kağıtlarının %5.3 getirisini isterse, fiyatlarında oluşacak dalgalanmalara hazırlıklı olmalıdır. Banka ve sigorta şirketleri bu tür yüksek kaliteli tahvilleri, maliyet masraflarını amorti etme esasına göre değerlendirme ayrıcalığına sahiptir ki bu yöntem piyasa fiyatlarını dikkate almaz. Birey de buna benzer bir şey yapsa hiç de fena olmaz.

Değiştirilebilir tahvillerle, tercihli hisselerde oluşan fiyat dalgalanmaları üç değişik unsurun sonucudur: (1) İlgili hisse senedinin fiyatındaki oynamalar, (2) şirketin kredi notundaki değişiklikler ve (3) genel faiz oranlarındaki oynamalar. Birçok iyi değiştirilebilir tahvil arzı, en iyilerin çok altında kredi notu olan şirketler tarafından yapılmıştır.[3] Bunların bazıları 1970'lerin mali sıkışma döneminde bir hayli etkilenmiştir. Sonuç olarak, değiştirilebilir kağıtlar genelde, çok daha fazla rahatsız edici etkilere maruz kalıp son yıllarda çok geniş fiyat dalgalanmaları göstermişlerdir. Onun için, eğer yatırımcı değiştirilebilir tahvillerde yüksek kaliteli tahvil güvencesi ve fiyat korunmasıyla birlikte hisse senedinde bir yükselmeyle meydana gelecek yükselişlerden faydalanma fırsatı gibi ideal bir bileşimi beklerse, kendi kendini kandırmış olur.

"Geleceğin uzun vadeli tahvili" için artık bir öneri yapmanın zamanı geldi. Değişen faiz oranlarının etkisi, borç alan ve veren arasında pratik ve adil bir şekilde bölünemez mi? Bir alternatif de piyasa fiyatlarının nabzını tutan uygun bir endekse göre faiz oranı ve faiz ödemeleri değişen, uzun vadeli tahvillerin çıkartılması olabilir. Böyle bir ayarlamanın ana sonuçları şöyle olacaktır: (1) Anaparanın değeri hep 100'de kalacaktır ama şirket kredi notunu muhafaza ederse, ödenilen faiz mesel, piyasadaki yeni kağıtların ödediği faizlere göre değişecektir; (2) şirket, sık sık arz yapmak veya tekrar finansman aramanın getiridiği külfet ve maliyetlere maruz kalmadan uzun vadeli borçlanmadan faydalanmış olacaktır, ama faiz maliyetleri yıldan yıla değişecektir.[4]

Son on yılda, yatırımcının karşısına gittikçe daha ciddi boyutlara ulaşan bir ikilem çıkmıştır: Değişken ve genellikle düşük (kısa vadeli) faizlerle birlikte tam bir anapara güvencesini mi seçmelidir? Yoksa, sabit faiz ödemeli fakat değişken fiyatlı (anaparalı) -bu değişim hep aşağı doğru oluyormuş gibi gözüküyor- bir seçeneğe mi gitmelidir? Yatırımcı için en iyisi her ikisinin de ortasını seçmek olacaktır. Bu durumda, ne anaparada ne de beklenen faiz getirisinde büyük dalgalanmalara maruz kalmayacaktır. Böyle bir uygulama yeni tür tahvillerde kolaylıkla yapılabilir. Önemli not: Amerikan hükümeti mevcut tasarruf bonosu sözleşmelerini daha yüksek faizlerle genişleterek aslında aynı şeyi yapmıştır. Burada yaptığımız öneri, daha uzun bir sabit yatırım dönemini kapsayacak ve faiz oranı koşulların-

3. Moody's ve Standard&Poor's'un kullandığı en yüksek üç rating sırasıyla Aaa, Aa, A ve AAA, AA, A'dır. Diğerleri D'ye kadar iner.

4. Bu fikrin hali hazırda Avrupa'da bazı uygulamaları görülüyor. Örneğin, İtalya'da devlete ait bir elektrik-enerji şirketi 1980 vadeli "değişken faizli tahvil" çıkardı. Haziran 1971'de New York'da çıkan reklamında bundan sonraki altı ay için geçerli olan faiz oranı %8 olarak açıklandı. Buna benzer bir uygulama da The Toronto Dominion Bank tarafından 1971 Haziran'ında çıkarılan 1991 vadeli %7-%8 kuponlu tahvillerdi. Tahviller Temmuz 1976'ya kadar %7, daha sonra da %8 ödüyordu. Ama tahvil sahibinin anaparasını Temmuz 1976'da geri isteme opsiyonu bulunuyordu.

da daha fazla esneklik tanıyacaktır.

Değiştirilemeyen türdeki tercihli hisselerden bahsetmeye değmez. Çünkü onlara has vergi uygulamaları, güvenli türden olanlarını bireylerden çok sigorta şirketleri gibi kuruluşlar için cazip kılmaktadır. Daha düşük kalitede olanlar, aynen hisse senetleri gibi geniş fiyat aralıkları içerisinde dalgalanır. Onlar hakkında başka yararlı yorumlarımız yok. Daha sonra 16. bölümde sunduğumuz Tablo 16-2, düşük kaliteli değiştirilemez tercihli hisselerin fiyatlarındaki Aralık 1968 ile Aralık 1970 arasındaki oynamaları gösteriyor. O dönemde, S&P bileşik endeksindeki %11.3'e karşılık, tercihlilerdeki ortalama değer kaybı %17 olmuş.

BÖLÜM

9

Yatırım Fonlarına Yatırım

Savunmacı yatırımcıya açık olan bir yol da parasını yatırım şirketlerinin hisselerine yatırmasıdır. İstendiğinde net aktif değerinde geri satınabilir olanlarına "yatırım fonları" veya "açık uçlu fonlar" denir. Bunların çoğu bir satıcılar ordusuyla ilave hisseler satar. Geri satılamayan olanlarına "kapalı uçlu" şirket veya fonlar denilir. Bunlarda hisse adedi sabit kalır. Tüm fonlar Securities&Exchange Commission'da (SEC) kayıtlıdır ve SEC'in düzenleme ve denetimi altındadırlar.*

Bu sektör çok büyüktür. 1970 sonunda SEC'e kaydolmuş olan 383 fonun değeri 54.6 milyar dolara ulaştı. Bunların arasından 356 tanesi açık uçlu yatırım fonu, geriye kalan 27 şirket ise kapalı uçludur ve değerleri sırasıyla 50.6 ve 4 milyar dolardır.

Fonları sınıflandırmanın çeşitli yolları bulunur. Bunlardan biri portföy tipine göredir. Bir sınıflandırma fonun içeriğine göre yapılır: "Dengeli fonlar"ın önemli bir bölümü çok zaman üçte biri tahvillerden, "hisse fonları"nın ise tamamı hisse senetlerinden oluşur. ("Tahvil fonları, "hedge fonları" ve "mektup hisseleri fonları" gibi diğer türler de vardır.) Bir başka sınıflandırma yönteminde kriter, fonun amacıdır. Fonun amacı, gelir, fiyat sabitliği veya büyüme (sermaye değerlenmesi) olabilir. Başka bir ayırım da satış yöntemine göre yapılır. "Yüklü fonlar" alınırken bir de değerinin belli bir yüzdesi (genellikle %9) masraf ödenir.[1] Diğerlerine de "yüksüz fonlar" denir. Bu türün böyle bir masrafı yoktur ve yönetim olağan yönetim masraflarının dışından başka bir bedel talep etmez. Satıcıların komisyon-

* Securities & Exchange Commission (Menkul Kıymet ve Borsalar Komisyonu) ABD'de menkul kıymetler sektörünün denetleyici kuruludur. Bir bakıma ABD'nin SPK'sı diyebiliriz.

1. Bu satış masrafı hep satış fiyatının bir yüzdesi olarak belirtilir. Ama satış fiyatının hali hazırda bu masrafı içeriyor olması yüzdeyi olduğundan daha düşük gösterir. Bu uygulama, saygın sektöre yakışmayan bir satış taktiğidir.

ları ödenemediğinden, yüksüz fonların boyutları genellikle daha küçük olur. Kapalı uçlu fonların alım satım fiyatları şirketlerce değil, tıpkı hisse senetleri gibi açık piyasada oluşan serbest rekabet ortamında belirlenir.

Yatırım fonlarının çoğunluğu, gelir vergisindeki özel koşullar çerçevesinde faaliyet gösterir. Bu koşullar yatırımcıyı, getirileri üzerinden çifte vergilendirmeye tabi olmaktan kurtarır. Esasında, bu fonlar tüm gelirlerini (kâr payları ve faiz gelirleri eksi masraflar) dağıtmak zorundadır. Buna ek olarak, değeri artan yatırımların satışından gelen realize edilmiş uzun vadeli gelirleri de ödeyebilirler. Hissedar bunlara kendi menkul kıymet kârıymış gibi bakar. (Burada başka bir opsiyon daha vardır ama fazla ayrıntıya girmemek için ondan bahsetmiyoruz.) 1967'de ortaya çıkan yeni bir uygulama kapitalizasyonu tercihli hisseler ve adi hisseler arasında böler. Tercihliler tüm olağan gelirleri, diğerleri de menkul kıymet satımlarından gelecek tüm kârları tahsil edecektir. (Bunlara "çift amaçlı fonlar" denir.)

Amacını sermaye değerlenmesi olarak belirten çoğu şirketin birincil hedefi "büyüme hisselerini" satın almaktır ve çoğunun isminde de "büyüme" kelimesi geçer. Bunların bazıları kimya, havacılık sektörü veya yabancı piyasalar gibi belli bir alana yoğunlaşır. Bu tercih fon unvanında belirtilir. Fon hisselerine akıllı bir yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı için kafa karıştıracak kadar çok sayıda seçenek vardır. Konuyu açıklığa kavuşturmak için bu bölümde şu sorulara cevap arayacağız:

1. Yatırımcının doğru fonları seçerek ortalamadan daha yüksek bir getiri sağlayacağından emin olması için bir yöntem var mıdır? (Alt soru: Ya "performans fonlarına" ne dersiniz?)
2. Eğer yoksa, ortalamadan daha kötü performans gösterecek fonlardan nasıl uzak durulur?
3. Yatırımcı, değişik fon türleri arasında akıllı seçimler yapabilir mi? (Örneğin, dengeli fonlara karşı hisse fonları, açık uçlulara karşı kapalı uçlular, yüklülere karşı yüksüzler.)

Yatırım Fonlarının Genel Performansları

Bu soruları yanıtlamadan tüm fon sektörünün performasına bir göz atalım. Acaba sektör hissedarlarını memnun etti mi? En genel anlamıyla, fonlara yatırım yapanlar, kendi kendilerine yatırım yapanlarla karşılaştırıldıklarında, acaba kazançlı çıktılar mı? Yatırım fonlarının genel olarak yararlı olduklarını söyleyebiliriz. Bunlar, tasarruf ve yatırımda olumlu alışkanlıkların edinilmesini özendirdi, birçok yatırımcıyı hisse senedi piyasasında yapacakları pahalı hatalardan kurtardı. Fonlar, hisse senedi piyasasının genel performansına uygun getiri ve kârlar sağlamayı başardı. Bir karşılaştırma yapacak olursak, yatırım fonlarına para yatıranların, kendi fonlarını

kendi yönetenlerden daha iyi sonuçlar aldığı tahmininde bulunabiliriz.

Bu son tahmin, fonların gerçek performansının hisse senedi piyasasının genel performansından daha iyi olmamasına ve yatırım fonlarına yatırım yapmanın direkt alımlarda bulunmaktan daha fazla maliyetler taşıyor olmasına rağmen doğrudur. Sıradan bir bireyin yapmak zorunda olduğu seçim, iyi dengeli bir hisse senedi portföyü oluşturmakla, aynı işlemi biraz daha fazla para ödeyerek alınan yatırım fonlarıyla yapmak arasında değildir. Esas seçim iki tehlikeli şık arasındadır: Bir tarafta, kapının zilini çalan yatırım fonu satıcısının dalavereleri vardır. Diğer tarafta ise ikinci ve üçüncü sınıf halka arzları satmak isteyen, daha tehlikeli ve daha dalavereci işportacılar vardır. Muhafazakâr hisse senedi yatırımları yapmak amacıyla hesap açan ortalama bir birey, spekülasyon ve spekülatif kayıplar yönünde istenmedik etkiler altında kalabilir. Bu tür tehlikeli eğilimler, bir yatırım fonu alıcısı için çok daha az olacaktır.

Yatırım fonları, genel piyasa getirileriyle karşılaştırıldıklarında, nasıl bir performans gösterdi? Bu tartışmalara açık bir konuyu mümkün olduğu kadar yeterli bir şekilde ele almaya çalışacağız. Tablo 9-1, 1961-1970 arasında, en büyük 10 hisse fonunun 1970 sonunda hesaplanmış sonuçlarını veriyor. Tabloda her grubun en büyüğü yer alıyor. Tablo, her bir fonun 1961-1965, 1966-1970 dönemleri ve sadece 1969 ve 1970 yılları için toplam getirilerini özetliyor. Tabloda, 10 fonun her birinden alınan birer hissenin toplamının ortalama getirileri de veriliyor. 1969 sonunda bu şirketlerin toplam aktiflerinin değeri 15 milyar dolardı ve tüm fonların üçte birine eşitti. Bu yüzden listenin yeteri kadar temsili olduğuna inanıyoruz. (Kuramsal olarak, bu en üst on şirketin performansının küçüklerden daha iyi olacağı beklenebilir ama gerçek hayatta bu beklenti gerçekleşemeyebilir.)

Bu tablodan bazı ilginç sonuçlar çıkartabiliriz. İlk olarak, bu 10 fonun 1961-1970 arasındaki toplam getirilerinin Standard&Poor's 500 bileşik hisse endeksinin (veya S&P 425 sanayi endeksi) getirisinden pek değişik olmadığını görüyoruz. Ama sonuçlar DJIA'nınkinden kesinlikle daha iyi. (Bu sonuç, 30 dev şirketi içeren DJIA'nın neden Standard&Poor's gibi çok çeşitli ve geniş bir endeksten daha kötü perfromans gösterdiği sorusunu akla getiriyor.) Dikkate çeken bir nokta daha var: S&P endeksiyle karşılaştırıldığında, yatırım fonlarının son beş yıldaki performansı ilk beş yıla nazaran bir miktar iyileşmiş. Fonların getirisi, 1961-1965 arasında S&P'den biraz düşük, 1966-1970 arasında da biraz daha yüksek. Üçüncü ipucunu ise bireysel fonlar arasındaki çok büyük farklılıklar oluşturuyor.

Yatırım fonu sektörünün, piyasanın genelinden daha iyi performans göstermediği için eleştirilmesi gerekmez. Fon yöneticileri ve profesyonel rakipleri o kadar çok miktarlarda hisse senetlerine sahipler ki, piyasanın genel hareketlerinden etkilenmemeleri imkansız. (Sigortalanmış ticari bankaların vakıf varlıkları 1969 yılında 181 milyar dolarlık hisse senedini içe-

Tablo 9-1 On Büyük Yatırım Fonunun Yönetim Sonuçları[a]

	5 yıl 1961-1965 (hepsi +)	*5 yıl 1966-1970*	*10 yıl 1961-1970*	*1969*	*1970*	*Net Aktifler Aralık 1970 (milyon)*
Affiliated Fund	%71	+ %19.7	%105.3	- %14.3	+ %2.2	$1,600
Dreyfus	%97	+ %18.7	%135.4	- %11.9	- %6.4	$2,232
Fidelity Fund	%79	+ %31.8	%137.1	- % 7.4	+ %2.2	$ 819
Fundamental Inv.	%79	+ % 1.0	% 81.3	- %12.7	- %5.8	$1,054
Invest. Co. of Am.	%82	+ %37.9	%152.2	- %10.6	+ %2.3	$1,168
Investors Stock Fund	%54	+ % 5.6	% 63.5	- %80.0	- %7.2	$2,227
Mass. Inv. Trust	%18	+ %16.2	% 44.2	- % 4.0	+ %0.6	$1,956
National Investors	%61	+ %31.7	%112.2	+ % 4.0	- %9.1	$ 747
Putnam Growth	%62	+ %22.3	%104.0	- %13.3	- %3.8	$ 684
United Accum.	%74	- % 2.0	% 72.7	- %10.3	- %2.9	$1,141
Average	%72	+ %18.3	%105.8	- % 8.9	- %2.2	$13,628 (Toplam)
Standard&Poor's						
Bileşik Endeks	%77	+ %16.1	%104.7	- % 8.3	+ %3.5	
DJIA	%78	+ % 2.9	% 83.0	- %11.6	+ %8.7	

[a] Bunlar 1970 yılı sonunda en fazla net varlığa sahip olan ilk on hisse fonudur ama her bir yönetim grubundan sadece bir fon alınmıştır. Veriler Wiesenberger Financial Services tarafından sağlanmıştır.

riyordu. Buna, yatırım danışmanları tarafından yönetilen 56 milyar dolarlık hisse senedi, yatırım fonları ve benzerlerini eklersek, bu profesyonellerin aldığı kararların hisse senedi endeksi üzerinde epey etkili olduğunu söyleyebiliriz. Aynı şekilde endeksin iniş-çıkışları da fonların getirileri üzerinde epey etkili olabiliyor.)

Ortalamaların üzerinde performans gösteren fonlar var mı ve daha iyi sonuçları amaçlayan yatırımcılar bu fonları seçebilirler mi? Elbette her yatırımcı bunun üstesinden gelemez. Çünkü yatırımcılar bunu yapabilselerdi hepimiz başladığımız yere dönerdik. Kimse, kimseden daha iyi sonuçlar elde edemezdi. Sorunu daha basit bir yönünden ele alalım. Bir yatırımcı, geçmiş yıllardaki sonuçlara bakarak, bütün fonlar arasından hangisinin en iyi performans gösterdiğini bulamaz mı? Bu performansa bakarak, o fonun yöneticilerinin en yeteneklilerden olduğunu varsayıp gelecekte de ortalamaların üzerinde performans göstereceğini bekleyerek parasını o fona yatıramaz mı? Bu fikir daha pratik görünüyor. Çünkü yatırımcı, yatırım fonlarında, bu "en ehliyetli yönetimi" satın almak için diğerlerinin üzerinde özel bir prim ödemek zorunda değildir. (Tam aksine, yatırım ortaklıkları dışındaki şirketlerin iyi yönetilenleri, diğerlerinden çok daha yüksek fiyatlara satılmaktadır.)

Geçmiş yıllarda bu konuda çelişkili görüşler ortaya atıldı. Ancak tablomuzdaki en iyi beş şirketin 1961-65 dönemindeki olumlu performansının, sonraki 1966-70 döneminde de devam ettiğini görüyoruz. Bu gruptan iki fonun, diğer gruptan iki fon kadar başarılı olamaması da hesabın sonucunu değiştirmiyor. Yatırımcı, en az 5 yıl olmak üzere geçmiş dönemi incelerse, gelecek için yararlı ipuçları çıkarabilir. Bu dönem içinde piyasanın geneli hızla yükselmişse, inceleme gerçekçi sonuç vermeyebilir. Çünkü yükseliş durumunda, bundan sonraki "performans" fonları bölümünde de gösterileceği gibi, o görkemli sonuçlar alışılmışın dışında yöntemler kullanılarak elde edilmiş olabilir. Bu tür sonuçlar, fon yöneticilerinin spekülatif nitelikte riskler aldığını ve şimdilik bu risklerden yara almadan kurtulduğunu gösterir.

"Performans" Fonları

Son yılların yeni fenomenlerinden biri de yatırım fonlarının (hatta vakıf fonlarının) yönetiminde ortaya çıkan "performans" kültüdür. Ancak işe başlarken tüm sektörü kapsayan bir iddiada bulunmak istiyoruz. Bu kült, daha yerleşik ve önemli fonlara nüfuz edemedi. Performans kültü, çok daha küçük çaptaki yatırım fonlarını etkisi altına aldı ve hak etmediği bir ilgiyle karşılandı. Hikâye çok basittir. Bazı fon yöneticileri, işe ortalamalardan (ya da DJIA'dan) daha iyi performans göstermek amacıyla başlarlar. Bunu bir süre için yapmayı başardıkları için hem çok ilgi çekerler hem de

yönetilecek ek fonları cezbederler. Amaç meşrudur ama muazzam büyüklükte fonların yatırımının söz konusu olduğu bir bağlamda, çok büyük riskler alınmadıkça bu amaca ulaşmak neredeyse imkansızdır. Nitekim, nispeten kısa bir zaman süresi içinde de bu riskler kendilerini göstermeye başladı.

Bizim gibi deneyimleri 1920"li yıllara kadar dayanan ve bu nedenle "Yeni Çağ"a uymayan, demode ve alakasız görüşlere sahip sayılan kişiler performans kültünü, kötü olayların habercisi olarak gördüler.

Bu parlak performansı gerçekleştiren profesyonellerin, deneyimleri 1948-1968 arasındaki boğa piyasasından ibaret olan otuzlu veya kırklı yaşlarda olduklarını daha işin başında vurgulamakta yarar var. Onlar için "sağlam yatırım", gelecek birkaç ay içinde fiyatı yükselmesi beklenen bir hisse senedidir. Bu eğilim, onların halka yeni açılan şirketlere ait hisse senetlerini, aktifleri ve kayda geçmiş kazançlarına tamamiyle orantısız fiyatlarda satın almasına yol açtı. Bu alımların nedeni, bu şirketlerin ileride çok iyi performans göstereceklerine dair edinilen naif bir umut ile bilgisiz ve hırslı yatırımcı kitlesinin spekülatif coşkusundan yararlanmayı amaçlayan bir kurnazlığın bileşiminden oluşmuştu.

Bu bölümde kişilerin isimlerini vermeyeceğiz. Ancak şirketlerden somut örnekler verme hakkımız var. Halkın en çok ilgisini çeken "performans fonu" şüphesiz ki 1965'in sonlarında oluşturulan Manhattan Fund Inc. idi. 27 milyon hissesi ilk arz olunduğunda fiyatı hisse başı 9.25$ ilâ 10$ arasındaydı. Şirket işe 247 milyon dolar sermaye ile başlamıştı. Amacı da, doğal olarak sermayesini büyütmekti. Fonlarının çoğunluğu, mevcut kazançlarının yüksek katlarında işlem gören, ya çok düşük ya da hiç kâr payı ödemeyen, kalabalık bir spekülatif taraftar grubu bulunan ve müthiş fiyat oynamaları gösteren kağıtlara yatırılmıştı. S&P bileşik endeksinin %11'ine karşılık, fonun toplam kazancı 1967 yılında %38.6 olmuştu. Ama daha sonra, Tablo 9-2'de de görüldüğü gibi bu yüksek rakamlar hayal oldu.

Abartmadan söylemek gerekirse, 1969 sonunda Manhattan Fonu'nun portföyü alışılmışın son derece dışındaydı. Buradaki en ilginç olay, fonun en büyük yatırımlarından ikisinin bundan sonraki altı ay içinde iflas masasına başvurmuş olması ve bir üçüncüsünün de 1971 yılında alacaklılarca dava edilmesiydi. Bir başka olağanüstü olay ise, bu başı beladaki şirketlerin en azından bir tanesinin hisselerinin, yalnızca yatırım fonları değil aynı zamanda üniversitelerin hayat sigortası fonları, büyük bankacılık kurumlarının vakıf departmanları ve benzerleri tarafından da alınmış olmasıydı. Bir üçüncü gariplik de, Manhattan Fonu'nun kurucu-yöneticisinin sahip olduğu başka bir fon yönetimi şirketinin hisselerini, büyük bir kuruluşa 20 milyon dolar karşılığında satmasıydı. Oysa satılan şirketin aktiflerinin değeri 1 milyon dolara zorlukla oluşuyordu. "Yöneten" ile "yönetilen"

Tablo 9-2. Bir Performans Fonu Portföyü ve Performansı
(Manhattan Fonu'nun Büyük Yatırımları, 31 Aralık 1969)

Eldeki Hisse Adedi (bin)	*Hisse Senedi*	*Fiyat*	*Hisse Başı Şirket kârı (1969)*	*Hisse Başı Kâr Payı (1969)*	*Piyasa Değeri (milyon)*
60	Teleprompter	99	.99$	Yok	6.0$
190	Deltona	601/2	2.32	Yok	11.5
280	Fedders	34	1.28	.35$	9.5
105	Horizon Corp.	531/2	2.68	Yok	5.6
150	Rouse Corp.	34	.07	Yok	5.1
130	Mattel Inc.	641/4	1.11	.20$	8.4
120	Polaroid	125	1.90	.32$	15.0
244[a]	Nat'l Student Mkt'g	281/2	.32	Yok	6.1
56	Telex Corp.	901/2	.68	Yok	5.0
100	Bausc & Lomb	773/4	1.92	.80$	7.8
190	Four Seasons Nursing	66	.80	Yok	12.3[b]
20	Int. Bus. Machines	365	8.21	3.60$	7.3
41.5	Nat'l Cash Register	160	1.95	1.20$	6.7
100	Saxon Ind.	109	3.81	Yok	10.9
105	Career Academy	50	.43	Yok	5.3
285	King Resources	28	.69	Yok	8.1
					130.6$
				Diğer Hisseler	93.8
				Diğer aktifler	19.6
				Toplam yatırımlar[c]	244.0$

[a] %100 bedelsizden sonra
[b] Yan kuruluşlar da dahil olmak üzere
[c] Nakit eşdeğerler hariç

S&P Bileşik Endeksi'yle Karşılaştırıldığında Yıllık Performans

	1966	*1967*	*1968*	*1969*	*1970*	*1971*
Manhattan Fund[a]	% - 6.0	% + 38.6	% - 7.3	% - 13.3	% - 36.9	% + 9.6
S/P Bileşik[a]	% - 10.1	% + 23.0	% + 10.4	% - 8.3	% + 3.5	% + 13.5

arasındaki bu en büyük eşitsizliğin tarihte bir eşi, emsali yoktu.

1969 yılı sonunda yayınlanan bir kitap[2] "bu büyük gayret ve yetenek gerektiren, başkalarının milyarlarca dolarını yönetme oyununda en üstteki 19 kişinin" profilini veriyordu. Özetlenenlere göre, "Gençtiler... Bazıları yılda 1 milyon doların üzerinde kazanıyordu... Yeni bir finansal kuşaktandılar... Hepsi piyasaların büyüsüne kapılmıştı ...Ve tümünün kazanma konusunda büyük bir yeteneği vardı..." Onların yönettikleri fonların yayınlanmış sonuçlarını inceleyenler, bunların başarıları konusunda yeterli bilgiye sahip olabilirler. *The Money Managers* (Para Yöneticileri) isimli bu ki-

2. The Money Managers, G. E. Kaplan ve C. Welles, Random House, 1969.

tapta yayınlanan ondokuz isimden oniki tanesinin yönettiği fonlar hakkında bilgiler mevcut. Tipik bir şekilde, 1966 ve 1967 sonuçları olumluydu. 1968 sonuçlarına göre toplam performansları hâlâ iyiydi ama bireysel fonlarda karışık sonuçlar gelmeye başlamıştı. 1969'da hepsi para kaybetti ve ancak bir tanesi S&P bileşik endeksi'nden daha iyi performans gösterdi. 1970 yılındaki karşılaştırmalı performansları 1969'unkinden de kötüydü.

Bu tabloyu, alınacak derse dikkati çekmek için sizlere sunduk. Bu ders belki de en iyi şekilde eski bir Fransız atasözüyle ifade edilebilir: *Plus ça change, plus c'est la meme chose.* Eskiden beri, akıllı ve enerji sahibi gençler "başkalarının paralarıyla" mucizeler yaratacaklarını vaat edip durdular. Bunu bir süre için başaranlar veya başarıyormuş gibi görünenler oldu. Ama sonuçta hepsi yatırımcıya zarar ettirdi. Yaklaşık yarım yüzyıl önce bu tür "mucizelere" hep ahlâksızca manipülasyonlar, yanıltıcı bilançolar ve diğer yasal olmayan mali uygulamalar eşlik etmiştir. Bütün bunlar SEC'in ayrıntılı bir mali kontrol sistemi oturtmasını ve yatırımcı kitlesinin hisse senetleri konusunda tedbirli bir tutum oluşturmasını sağladı. 1965-1969 yıllarının yeni "para yöneticilerinin" faaliyetleri, 1926-1929 yıllarının entrikacılarından hemen hemen bir kuşak sonrasında ortaya çıktı. Bu yasadışı işlemler 1929 çöküşü sonrasında getirilen hapis cezaları sayesinde sona ermişti. Ama bunların yerini Wall Street'in her bir köşesinde, sonuçta benzer sonuçlara yol açacak yeni oyuncaklar ve oyunlar almıştır. Fiyatlarla açıkça manipülasyon yapmak yok olmuştur ama saf halkın dikkatini "sıcak" hisselere çekecek birçok yeni yöntem ortaya çıkmıştır. O zamanlar, bloklar halinde "mektup hisse"[3], piyasa fiyatının çok altında alınabiliyordu ve satışları üzerinde açıklanmayan bir yığın kısıtlama vardı. Bunlar şirket bilançolarına tam fiyatlarıyla kaydedildikleri için yüksek kârlar gösteriyorlardı. Bunun gibi daha birçok örnek verebiliriz. Şimdiki denetim ve düzenleme atmosferi ve yasakları dahilinde bile Wall Street'in 1920'lerin aşırılık ve hatalarını tekrar edebilmesi insanı hayrete sürüklüyor.

Şüphesiz ki daha yeni düzenlemeler ve yasaklamalar yapılacak. 1960'lı yılların sonunda piyasanın suistimal edilişine yol açan uygulamalar yasaklanacak. Ancak spekülasyon yapma dürtüsünün yok olacağını ve bu dürtünün de başkaları tarafından kullanılmasının sona ermesini beklemek pek gerçekçi değil. Akıllı yatırımcının teçhizatının bir bölümünü de böyle "*Extraordinary Popular Delusions*"[4] (Olağanüstü Yaygın Yanılgılar)'ın farkında olmak ve onlardan uzak durmak oluşturur.

3. "Mektup Hisselerin" tanımı bu kitabın Giriş bölümünde yapılmıştı.
4. İlk kez 1852'de yayınlanan kitabın ismi. Bu cilt, "*South Sea Bubble*" (Güney Denizleri Balonu), lale çılgınlığı ve benzerleri gibi geçmişin bazı deliliklerini ele alıyor. Kitap, belki de son zamanların tek devamlı başarı kazanmış spekülatörü olan Bernard M. Barusch tarafından 1932'de tekrar basıldı. *Yorum*: Bu da at kaçtıktan sonra ahırın kapısını kapatmaya benziyor.

Performans fonlarının çoğunun manzarası, eğer 1967 yılının görkemli sonuçlarından sonra değerlendirmeye başlarsak, çok kötü. 1967 rakamları hesaplara dahil edilirse toplam sonuçlar, o kadar fena değil. Bu bazda, sözü geçen "*The Money Managers*" (Para Yöneticileri)'nden bir tanesi S&P bileşik endeksinden daha iyi, üçü kötü, altısı da aynı performans göstermiş. Şimdi başka bir grup performans fonuna bakalım. 1967 yılında en iyi performans gösteren on fon, sadece o yıl %84 ilâ %301 arasında getiri sağlamışlar. Bunların arasından dört tanesi, eğer 1967 kârları dahil edilirse, 1967-1970 yılları arasındaki dört yıllık dönemde S&P endeksi'nden daha iyi performans gösterirken, iki tanesi 1967 hesap dışına alınsa bile S&P endeksi'ni geçmiş. Bu fonların hiçbiri büyük değil ve ortalama büyüklükleri 60 milyon dolar. Bu veriler, mükemmel sonuçları bir devamlılık içinde elde etmek için küçük olmak gerektiği görüşünün güçlü bir göstergesi olarak kabul edilebilir.

Bu hesaplar, ortalamadan daha iyi sonuçlar arayan yatırım fonu yöneticilerini çok özel risklerin beklediğini gösteriyor. Günümüze kadar gelmiş tüm finansal deneyim, sağlamca yönetilen büyük fonların uzun vadede olsa olsa ortalamalar kadar performans gösterebileceğine işaret ediyor. Eğer bu sağlamlıktan yoksunsalar, sonuçlar bir süre için iyi olabilir ama nihai sonuç genellikle facia oluyor. İstikrarlı bir şekilde, mesela, on veya daha fazla yıl, ortalamalardan daha iyi performans gösteren fonlar da yok değil. Ancak bunlar çok nadir. Bu fonların faaliyetlerinin çoğu belli uzmanlık alanlarında yoğunlaşıyor. Kullandıkları sermaye üzerinde kendi uyguladıkları kısıtlamalar var ve halka da pek aktif bir şekilde pazarlanmıyorlar.

Açık- ve Kapalı-Uçlu Fonlar

Sahibinin tuttuğu hisseleri portföyün günlük değerlemesine göre istediği zaman elden çıkarabileceği hemen her yatırım fonu veya açık-uçlu fonun yeni hisseleri satmak için bir yöntemi vardır. Bu yöntem fonların çoğunun yıllar içinde büyümeye devam ettiği anlamına gelir. Hemen hepsi çok zaman önce başlatılan kapalı-uçlu şirketlerin sabit bir sermayesi bulunur ve bu yüzden de zaman içinde dolar değerlerinin önemi kaybolmuştur. Açık-uçlu şirketler, binlerce enerji sahibi ve ikna kabiliyeti yüksek satış elemanı tarafından satılır. Kapalı-uçlu fonların dağıtımıyla kimse ilgilenmez. Sonuçta, çoğu "yatırım fonunun" halka net aktif değerlerinin %9 üzerinde bir primle satışları mümkün olmuştur, çünkü satıcıların komisyonlarının ödenmesi gerekmektedir. Oysa kapalı-uçlu fonlar, çoğu kez aktif değerlerinin altında alınabilir. Bu iskonto oranı şirketten şirkete ve tarihten tarihe değişir. Bu konu hakkındaki rakamlar (1961-1970) Tablo 9-3'de sunuluyor.

Tablo 9-3. Kapalı-Uçlu Fonlar, Yatırım Fonları ve S&P Bileşik Endeksi Üzerine Bazı Veriler

Yıl	*Kapalı-Uçlu Fonlarda Ortalama İskonto*	*Kapalı-Uçlu Fonların Ortalama Performansı*[a]	*Yatırım Fonlarının Ortalama Performansı*[b]	*S&P Endeksi'nin Performansı*[c]
1970	% - 6	0	% - 5.3	% + 3.5
1969		% - 7.9	% - 12.5	% - 8.3
1968	(% + 7)[d]	% + 13.3	% + 15.4	% + 10.4
1967	% - 5	% + 28.2	% + 37.2	% + 23.0
1966	% - 12	% - 5.9	% - 4.1	% - 10.1
1965	% - 14	% + 14.0	% + 24.8	% + 12.2
1964	% - 10	% + 16.9	% + 13.6	% + 14.8
1963	% - 8	% + 20.8	% + 19.3	% + 24.0
1962	% - 4	% - 11.6	% - 14.6	% - 8.7
1961	% - 3	% + 23.6	% + 25.7	% + 27.0
10 yıllık verilerin ortalaması		% + 9.14	% + 9.95	% +9.79

[a] On çeşitlemeli şirketin Wiesenberger ortalaması.
[b] Beş Wiesenberger hisse fonu ortalamasının ortalaması.
[c] Her durumda, yapılan dağıtımlar geri toplanmış.
[d] Prim.

Açık-uçlu hisselere göre kapalı-uçluların daha düşük fiyatlarının, iki grup arasındaki toplam performans farklılıklarıyla fazla bir alâkası olmadığını anlamak için pek kurnaz olmak gerekmez. Tablo 9-3'te, 1961-1970 arasındaki veriler, iki grup arasındaki performans farklılıklarını göstererek bunu doğruluyor.

Böylece, yatırımcının seçenekleri için birkaç açıkça belirgin kuraldan birine ulaşıyoruz. Eğer yatırım fonlarına para koymak istiyorsanız, açık-uçlu bir şirketin hisselerine aktif değerinin %9 üzerinde prim ödeyeceğini-

Tablo 9-4. Çeşitlemeli Kapalı-Uçlu Fonların Ortalama Performansı, 1961-1970[a]

	1970	*5 yıl 1966-1970*	*1961-1970*	*Prim veya İskonto Aralık 1970*
Primli işlem gören üç fon	% - 5.2	% + 25.4	% + 115.0	% 11.4 prim
İskontolu işlem gören on fon	% + 1.3	% + 22.6	% + 102.9	% 9.2 iskonto

[a] Veriler Wiesenberger Financial Services tarafından sağlanmıştır.

ze, iskontoyla, mesela, %10 veya %15, bir grup kapalı-uçlu hisse alın. Gelecek kâr paylarının ve aktif değerindeki değişikliklerin her iki grup için de aynı kalacağını varsayarsak, kapalı-uçlu fonlardan beşte bir oranında daha fazla gelir elde edersiniz.

Yatırım fonu satıcısı, bu önerimize hemen karşı çıkacaktır: "Evet ama, kapalı-uçlu fonlarınızı daha sonra kaça satabileceğinizi asla bilemezsiniz. İskonto bugünkünden daha fazla ve alım satım fiyatı arasındaki fark da çok açık olabilir. Bizim hisselerimizi aktif değerinin %100'ü ile geri satma garantisi var, asla daha az değil." Bu tartışmayı biraz inceleyelim. Bu güzel bir mantık ve sağduyu idmanı olacak. Soru: İskonto oranının gerçekten de açıldığını varsayarsak, eşit miktarda alınmış açık-uçlu fonlardan daha kötü sonuçlar alma olasılığınız ne kadar?

Bu biraz aritmetik gerektiriyor. Yatırımcı A'nın, aktif değerinin %109 değerinde açık-uçlu, yatırımcı B'nin de %85 değerinde kapalı-uçlu (artı %1$^{1/2}$ komisyon) aldığını varsayın. Diyelim ki dört yıl içinde her iki yatırım da kâr yapıp bu aktif değerinin %30'unu öder ve tekrar başlanıçtaki değerine gelir. Yatırımcı A, hisselerini bu değerin %100'ünden geri satar ve kaybı başta ödediği %9 prim olur. Bu dönem için toplam geliri, aktif değerinin %21' olacaktır (%30 eksi %9). Bu rakam yatırımının %19'una tekabül eder (109 yatırıp 21 aldı). Öte yandan, aynı getiriyi elde etmek için, yatırımcı B'nin kapalı-uçlu hisseleri ne getirmelidir? Cevap %73'tür, yani aktif değerinden %27 iskonto. Başka bir ifadeyle, kapalı-uçlu fona yatırım yapan kişinin, açık-uçluya yatırım yapanın kazandığı paraya kadar inmesi için piyasadaki iskonto oranının iki katına kadar yani 12 puan genişlemesi gerekir. Kapalı-uçlu fonların tarihinde böyle bir ters hareket çok seyrek olmuştur. İşin kısası, iskontolu bir fiyatla alınan ve açık-uçlu bir fonla hemen hemen eşdeğerde olan kapalı-uçlu bir fonun yatırım performansı, açık-uçlununkiyle aynı olduğu takdirde, getirisinin ondan düşük olma olasılığı çok azdır. Eğer küçük yüklü (veya yüksüz) bir fon, her zamanki %8$^{1/2}$ yüklü birisiyle değiştirilirse, kapalı-uçlu fonun avantajı elbette azalır ama yine de avantajlı olarak kalır.

Birkaç kapalı-uçlu fonun, çoğu yatırım fonunda bulunan gerçek %9 masrafın üzerinde bir primle işlem görmesi ise yatırımcı için başka bir sorundur. Bu şirketlerin, bu primli fiyatları gerektirecek kadar iyi yönetimleri veya ispatlanmış değerleri mi vardır? Son beş veya on yılın karşılaştırmalı rakamlarına bakacak olursak, cevap hayır olacaktır. Altı primli şirketin üç tanesinin genelde yabancı yatırımları bulunmaktadır. Buradaki en çarpıcı olay, fiyatların birkaç yıl içinde çok fazla değişkenlik göstermiş olmasıdır. 1970 yılı sonunda, biri yapmış olduğu en yüksek fiyatın dörtte birinde, diğeri üçte birinde, bir diğeri yarısından az düzeyde işlem görmüş. Primli işlem gören üç yurt içi şirketi ele alırsak, on yıllık toplam getirilerinin ortalamasının on iskontolu fondan daha iyi olduğunu görüyoruz, ama

son beş yıl içinde bunun tam tersi gerçekleşmiş. En eski ve en büyük kapalı-uçlu şirketlerimizden olan Lehman Corp. ve General American Investors'un 1961-1970 arasındaki performansları Tablo 9-5'de karşılaştırılıyor. 1970 sonunda, bunlardan biri net aktif değerinin %14 üzerinde, diğeri de %7.6 altında işlem görüyordu. Halbuki bu rakamlar, aralarındaki fiyat-net aktifler ilişkisi farkını gerektirmiyordu.

Tablo 9-5. İki Önder Kapalı-Uçlu Şirketin Karşılaştırması[a]

	1970	*5 yıl* *1966-1970*	*10 yıl* *1961-1970*	*Prim veya iskonto* *Aralık 1970*
General Am. Investors Co.	% - 0.3	% + 34.0	% + 165.6	% 7.6 iskonto
Lehman Corp.	% - 7.2	% + 20.6	% + 108.0	% 13.9 prim

[a] Veriler Wiesenberger Financial Services tarafından sağlanmıştır.

Dengeli Fonlara Yatırım

Wiesenberger Raporu'nun kapsadığı 23 dengeli fonun, aktiflerinin %25 ilâ %59 arasında bir miktarını (ortalama %40) tercihli hisselere ve tahvillere yatırdıklarını görüyoruz. Bakiye de hisse senetlerinde tutuluyor. Tipik bir yatırımcının, aldığı yatırım fonunun bir parçası olmak yerine, tahvil yatırımlarını kendisinin direkt olarak yapması daha mantıklı gibi görünüyor. Bu dengeli fonların 1970 yılındaki ortalama getirileri, aktif değerlerinin yılda sadece %3.9'unda kalmış (arz fiyatının %3.6'sı). Portföyün tahvil bölümü için daha iyi seçenek, Birleşik Devletler tasarruf bonoları, A veya daha iyi rating'li şirket tahvilleri veya vergiden muaf tahviller olacaktır.

BÖLÜM

10

Yatırımcı ve Danışmanları

Menkul kıymetlere yatırım yapma işi, tüm iş alanları arasında hep ayrı bir özellik taşımıştır. Çünkü hemen her zaman bir ölçüde başkalarından alınan öğüt ve önerilere dayanır. Yatırımcıların çoğu amatördür. Doğal olarak, menkul kıymetleri seçerken profesyonel yol göstericiler sayesinde kâr edebileceklerine inanırlar. Ancak yatırım danışmanlığının doğasında bir takım tuhaflıklar mevcuttur.

İnsanların yatırım yapmalarının arkasında yatan neden para kazanmaktır. Başkalarından öğüt alırken de aslında nasıl para kazanılacağını sormuş oluyorlar. Bu biraz saflık olmuyor mu? İşadamlarının da profesyonel önerilere gereksinimi vardır ama onlar danışmanlara nasıl para kazanılacağını sormazlar. Nasıl para kazanılacağını bilmek kendilerinin işidir. İşadamları veya amatörler *yatırımlarından kâr* etmek için başkalarına bel bağlamışlarsa, iş dünyasının kurallarına aykırı hareket etmiş olurlar.

Menkul kıymetlere yatırım yapmaktan elde edilebilecek normal veya standart bir gelirin varlığını kabul edersek, danışmanın rolü daha kolayca belirlenebilir. Bu kişi, daha iyi düzeydeki eğitimini ve daha engin deneyimini kullanarak, müşterilerinin hata yapmalarına engel olmalı ve paralarının hakkını vermeyi amaçlamalıdır. Yatırımcı ortalamalardan daha iyi bir getiri isteyebilir veya danışman o yüksek getiriyi vaat edebilir. Bu durumda yapılabilecek olandan daha fazlasının talep edildiği veya sunulduğu söylenebilir.

Yatırım önerileri çeşitli kaynaklardan alınabilir: (1) Tahminen menkul kıymetler hakkında bilgi sahibi olan bir akraba veya arkadaş; (2) bir yerel ve ticari banka; (3) bir aracı kurum veya yatırım bankası; (4) mali hizmetler veren bir kuruluş veya dergi; ve (5) bir yatırım danışmanı. Bu listenin gösterdiği çeşitlilik, henüz yatırımcıların kafasında bu konuda mantıklı ve sistematik bir yaklaşımın oluşmadığının ispatıdır.

Yukarıda bahsi geçen normal veya standart sonuçlar için bazı sağdu-

yulu kriterler geliştirilebilir. Bu konuda temel tezimiz şudur: Eğer yatırımcı, fonlarının yönetimi için başkalarının önerilerine dayanacaksa, o halde hem kendisini hem de danışmanlarını standart, muhafazakâr ve hatta pek yaratıcı olmayan yatırım türleriyle kısıtlamalı veya fonlarını diğer kanallara yönlendirecek bu insanlarla ya son derece olağandışı bir ilişki içinde olmalı ya da o kişi hakkında çok olumlu bilgilere sahip olmalıdır. Öte yandan, eğer yatırımcı ile danışmanları arasında olağan bir profesyonel ilişki varsa, alışılmışın dışında önerilere kulak vermesi için kendisinin de bilgi ve deneyim seviyesini yükseltmiş ve dolayısıyla da başkalarının önerileri hakkında bağımsız bir yorum yapabilecek kapasiteye gelmiş olması gerekir. Bu şekilde de, savunmacı veya girişimci olmayan yatırımcı kategorisini aşmış, saldırgan (agresif) veya girişimci sınıfına girmiş olur.

Bankaların Yatırım ve Vakıf Danışmanlıkları

Gerçek profesyonel yatırım danışmanlarının, yani büyük miktarlarda yıllık ücretler talep eden yerleşik danışmanlık şirketlerinin, vaat ve iddiaları son derece alçakgönüllüdür. Çoğu kez, müşterilerinin fonlarını standart bir şekilde faiz ve kâr payı ödeyen menkul kıymetlere yatırırlar ve toplam sonuçlarının temelinde normal yatırım uygulamaları yatar. Normal bir durumda, fonlarının %10'undan fazlası, önder rolündeki şirketler ve hükümet tahvillerinin (devlet ve mahallî kağıtlar) dışına çıkmaz. Genel piyasanın dalgalanmalarından faydalanmak için de özel bir gayret göstermezler.

Önde gelen yatırım danışmanlığı şirketleri muhteşem oldukları iddiasında değildirler. Onlar için onur kaynağı olan dikkatli, muhafazakâr ve ehliyetli olmaktır. Birincil hedefleri, zaman içinde anaparayı korumak ve muhafazakârca kabul edilebilir bir getiri oranı sağlamaktır. Bunun ötesinde bir başarıya da ulaşmaya çalışırlar. Ama bu ek performans onlar için verilen bir ek hizmettir. Belki de müşteriler açısından bu kuruluşların en büyük önemi, onları pahalı hatalardan uzak tutmalarıdır. Sundukları, savunmacı yatırımcının, yatırımcı kitlesine hizmet veren bir danışmandan beklemeye hakkı olduğu kadarıdır.

Bu yerleşik yatırım danışmalığı şirketleri hakkında söylediklerimiz büyük bankaların danışmanlık ve vakıf hizmetleri için de geçerlidir.

Mali Hizmetler

Bunlar abonelerine düzenli olarak bülten gönderen işletmelerdir. Bültenlerde, iş ortamının durumu ve geleceği, menkul kıymetler piyasasının davranış şekli, vaat ettikleri ve bireysel kağıtlar hakkında bilgi ve önerilerden oluşur. Çoğu kez abonelerin sorularını sorabilecekleri bir bölümleri de var-

dır. Bu hizmetlerin maliyetleri, yatırım danışmanlarının ücretlerinden çok daha düşüktür. Babson's ve Standard&Poor's gibi bazıları, hem mali hizmetler hem de yatırım danışmanlığı alanlarında hizmet verir. (Sırası gelmişken, Scudder ve Stevens&Clark gibi bazılarının da hem yatırım danışmanlığı hem de yatırım fonu alanlarında faaliyet gösterdiğini söyleyelim.)

Mali hizmetler kuruluşlarının, yatırım danışmanlarından en büyük farkı, kendi kararını kendisi verecek müşterilere bilgi ve gereç sunmalarıdır. Oysa yatırım danışmanlığı alanında, müşteriler bu külfeti de danışmanlara yüklemişlerdir. Bu hizmetlerin çoğu, bir takım "teknik" yöntemler kullanarak piyasa hareketlerini tahmin etmeye yöneliktir. Bu tür çalışmaların "yatırımcıyı" ilgilendirmediği mazeretiyle bunları ele almayacağız.

Öte yandan, Moody's Investment Service ve Standard&Poor's gibi en ünlüleri de menkul kıymet analizinde büyük miktarlarda veriyi toparlayıp sunan, istatistik bilgi veren işletmeler olarak bilinirler. Bu hizmetlerin, en muhafazakârdan en çılgın spekülatöre kadar çeşitli türlerde müşterileri bulunur. Bu müşteriler, verilen bilgi ve önerileri kullanarak kendi fesefelerini ve yatırım ilkelerini oluşturmakta büyük zorluk çekerler.

Moody's gibi eski ve yerleşik şirketlerin çok geniş bir müşteri yelpazesine dişe değer bir şeyler verdikleri açıktır. Verilenler nedir? Temelde, sıradan bir aktif yatırımcı-spekülatörün ilgisini çeken konular üzerinde dururlar ve bu konular hakkındaki görüşleri ya belli bir miktar uzmanlık gerektirmektedir ya da başkalarından daha güvenilir bilgiler sunmaktadırlar.

Mali hizmetler sunan bu kuruluşlar yıllardır bu faaliyetlerde bulunuyor ve kimse de bu işi fazla ciddiye almaz. Herkes gibi onların tahminleri de bazen doğru bazen yanlış çıkar. Mümkün olduğunda kaçamak görüşler geliştirirler ki tamamıyle yanlış çıktıkları ispat edilmesin. (Bu kuruluşlar, gelecek ne getirirse getirsin haklı çıkabilecek bir muğlak ibareler dizisi geliştirmekte ustadır.) Belki de biraz ön yargılıyız ama bunların çalışmalarının bir bölümünün, menkul kıymetler piyasasında insan doğasına ışık tutmasının dışında hiçbir önemi yoktur. Hisse senetlerine ilgi duyan hemen herkes piyasanın nereye gideceği hakkında bir şeyler duymak ister. Eğer böyle bir talep varsa, arz da mevcut olmalıdır.

Öte yandan, bu kuruluşların iş hayatı hakkındaki yorum ve tahminleri elbette çok daha uzmanca ve bilgilendiricidir. Bu yorum ve tahminler, menkul kıymet alıcı ve satıcıları arasında devamlı dolaşan bir ekonomik bilgi kütlesinin önemli bir kısmını oluşturur ve çoğu zaman hisse senetleri ve tahvillerin doğru olarak fiyatlanmasına yarar. Şüphesiz ki, mali hizmetler kuruluşlarının yayınladığı malzeme, mevcut bilgi kaynağını zenginleştirir ve müşterilerinin yatırım yargılarını kuvvetlendirir.

Bu kuruluşların bireysel menkul kıymetler hakkındaki önerilerini değerlendirmek biraz güçtür. Her hizmeti ayrı ayrı değerlendirmek gerekir ve karar da hem ayrıntılı hem de uzun vadeli verilerin işlenmesine göre ve-

rilmelidir. Danışmanlık hizmeti veren kuruluşların şu yüzeysel ilkesi için yararlı demek zordur: Bu kuruluşlar genelde, *mevcut piyasa fiyatlarına bakmaksızın* bir şirketin işlerinin kısa vadede olumlu şeyler vaat ettiği zamanlarda hisse alımı yapılmasını ve işler kötü gittiğinde de satılmasını önerirler. Bu tür bir yüzeysel ilke, danışmanlık şirketi kadrolarının sahip oldukları analiz yapma yeteneğini kısıtlar. Yapılması gereken, bir şirketin uzun vadede kazanç getirme gücünün ışığında, mevcut piyasa fiyatlarının çok düşük mü yoksa çok şişkin mi olduğunun araştırılıp ortaya çıkarılmasıdır.

Akıllı bir yatırımcının alış ve satışlarının temelinde sadece bir mali hizmetler kuruluşundan alınan öneriler yatmaz. Bu kavram anlaşıldıktan sonra, bir mali hizmetler kuruluşunun rolü daha kolayca oturtulabilir. O da bilgi sağlamak ve öneriler vermektir.

Aracı Kurum Önerileri

Hisse senedi sahibi olan kitleye herhalde en çok bilgi akımı aracı kurumlardan gelmektedir. Bunlar, standart bir komisyon karşılığında müşteri emirlerini yerine getiren New York Stock Exchange'in ve diğer borsaların üyeleridir. Bu kuruluşların hemen hepsinin istatistikleri tutan ve araştırma yapan bir departmanı vardır. Bazıları çok pahalı ve çok ayrıntılı olan birçok analiz malzemesi, şirketin müşterilerine ücretsiz olarak dağıtılır.

Geçmişte, Wall Street spekülasyonla büyüdü. Oysa hisse senedi spekülatörleri hemen her zaman para kaybetmeye mahkum oldu. Bu yüzden, aracı kurumların tam olarak profesyonel bazda çalışmalarına imkan kalmadı. Çünkü olaya profesyonel olarak yaklaşmış olsalardı işlerini artıracaklarına, daraltmaları gerekirdi.

Bu yönde en fazla yol alan veya alması gereken aracı kurumların bazıları müşterilerini spekülasyondan uzak tutmaya çalışmışlardır. Bu kurumlar, sadece kendilerine verilen emirleri yerine getirmişler, mali analiz ve bilgi sağlamışlar ve menkul kıymetlerin sadece yatırım değerleri hakkında yorum yapmışlardır. Bunlar kuramsal olarak, spekülatif müşterilerinin kâr veya zararlarından sorumlu değildirler.

Ne var ki, çoğu aracı kurum hâlâ o eski "hayatta kalmak için komisyon gerekir" sloganına bağlı kalarak müşterilerinin her istediğini yerine getirmeye çalışmaktadır. En kârlı müşteriler spekülatif tavsiye ve öneriler talep ettiklerinden, tipik bir aracı kurumun kafa yapısı piyasanın günlük oynamasına yöneliktir. Yani, neredeyse matematik kanunlarına göre bile sonunda kaybetmeye mahkum olunan bir alanda müşterilerine yardım etmek için çok çalışırlar. Burada, çoğu aracı kurum müşterisinin faaliyetlerinin spekülatif kısmının uzun vadede kârlı olamayacağını anlatmak istiyoruz. Ancak diğer kısımda gerçek yatırım yapıldığı takdirde bu kayıplar karşılanabilir.

Yatırımcılar, aracı kurumlarda çalışan iki ayrı eleman tipinden bilgi ve öneri alırlar. Bunlar, ya "müşteri temsilcileri" ya da finansal analistlerdir.

Müşteri temsilcisi, menkul kıymetler hakkında bilgi sahibi olan ve çok disiplinli iş kuralları ile çalışan bir bireydir. Ne var ki, işi komisyon kazanmak olduğundan spekülatif kafalı olmaktan uzak duramaz. Bu yüzden, spekülatif düşüncelerden etkilenmek istemeyen bir müşteri, müşteri temsilcisine karşı her zaman dikkatli ve niyeti hakkında gayet açık olmalıdır. Yatırımcı, hem sözleri hem de davranışlarıyla her hangi bir "tüyo" beklentisi içinde olmadığını açıkça belirtmelidir. Müşteri temsilcisi, karşısında gerçek bir yatırımcı olduğunu anladıktan sonra bu görüşe saygı duyacak ve işbirliğine girecektir.

Eskiden menkul kıymet analisti de denilen finansal analist, yazarın en çok ilgisini çeken tiptir. Çünkü yazarın kendisi de elli yıldır bu işi yapmaktadır ve birçok kişiyi eğitme fırsatını bulmuştur. Bu aşamada bahsettiğimiz sadece bir aracı kurumda çalışan finansal analistler. Bir finansal analistin görevi titrinden de belli olur. Finansal analist, bireysel menkul kıymetler hakkında ayrıntılı çalışmalar yapar ve aynı sektöre dahil iki kağıt arasında dikkatli karşılaştırmalar üretir. O, her tür hisse senedi ve tahvilin güvenliği, cazibesi veya içsel değeri hakkında uzman görüş bildiren kişidir.

Her ne kadar dışardaki bir kişiye bu tuhaf gelecek olsa da, bir menkul kıymet analisti olmak için resmi koşullar bulunmaz. Halbuki, bir müşteri temsilcisi bir sınavdan ve karakter testlerinden geçer ve sonunda New York Stock Exchange tarafından kabul edilip kayda geçer. Öte yandan, genç analistlerin çoğu idari ilimler okullarından mezundur ve daha yaşlı nesil ise uzun deneyimlerin sınavından geçmiş bulunmaktadır. Çoğu durumda, analistin ehliyeti ve niteliklerinin sorumlusu olarak aracı kuruma da güvenilebilir.

Aracı kurumun müşterisi, analistle ya direkt olarak ya da müşteri temsilcisi vasıtasıyla ilişki kurar. Her iki durumda da analist müşteriye yeteri kadar bilgi ve öneri ulaştırır. Burada bir şeyi vurgulayalım. Analistin müşteri için değeri büyük ölçüde müşterinin tutumuna bağlıdır. Eğer yatırımcı analiste doğru soruları sorarsa, doğru veya en azından değerli cevaplar alacaktır. Aracı kurumlarda çalışan analistlerin en büyük dezavantajı onlardan aynı zamanda birer piyasa analisti olmalarının da beklenmesidir. Onlara belli bir hissenin sağlam olup olmadığı sorulduğunda, o sorunun anlamı genellikle "O hisse gelecek birkaç ay içinde yükselecek mi?"dir. Sonuç olarak, çoğunun bir gözü fiyat şeridine takılır ki bu da sağlam düşünce ve dişe dokunur sonuçlama süreci için pek yararlı bir şey değildir.

Bu kitabın bundan sonraki kısmında analistlerin bazı kavram ve olası başarıları üzerinde duracağız. Borsa üyesi şirketlerde çalışan analistlerin çoğu, ödediği parayı tam olarak ve hatta biraz daha fazlasını çıkartmak isteyen gerçek yatırımcı için son derece faydalı olacaktır. Müşteri temsilcisi

örneğinde olduğu gibi, bu durumda da gereken daha işin başında analistin müşterinin tutum ve hedeflerini anlamış olmasıdır. Analist, karşısında fiyat kotasyonlarından çok, değer kavramlarıyla ilgili bir kişi olduğunu gördüğünde, gerçek değeri olan öneriler sunacaktır.

Finansal Analist Sertifikası (CFA)

1963 yılında, finansal analistlere profesyonel bir statü kazandırmak ve sorumluluk vermek için önemli bir adım atıldı. Şimdi gerekli sınavları geçenlere uzman finansal analist (CFA) ünvanı veriliyor.[1] Sınavların içerdiği konular arasında menkul kıymet analizi ve portföy yönetimi de var. Uzun zamandır yerleşmiş ve saygıdeğer bir ünvan olan uzman muhasebeci (CPA) ismine de eşseslilik özel olarak ve bilerek seçilmiş. Bu yeni tanınma ve kontrol mekanizması, finansal analistliğin standartlarını yükseltmeye ve yaptıkları işi gerçek bir profesyonel platforma oturtmaya yarayacaktır.

Aracı Kurumlar

Bu düzeltmeyi yazdığımız dönemin en rahatsız edici gelişmelerinden biri de bazı New York Stock Exchange şirketlerinin iflas veya iflasa yakın mali sıkıntılara düşmüş olması. Bunlardan iki tanesi de büyükler listesinden. Bu tür bir olay yarım yüzyıldan beri ilk kez oluyor ve bu olayın şaşırtıcılığının nedenleri var. Bütün geçmişi boyunca New York Stock Exchange, üyelerinin faaliyetleri ve mali durumları üzerinde daha sıkı ve yakın kontrollere doğru adım attı. Asgari sermaye koşulları, sürpriz denetimler gibi uygulamalar getirdi. Bunun yanında, Securities and Exchange Commission da borsaları ve üyelerini 37 yıldır kontrol altında tutuyor. Son olarak, aracı kurum sektörü bugüne dek, işlem hacminde müthiş bir artış, sabit asgari komisyon oranları (komisyon rekabetini önledi) ve kısıtlı sayıda üye şirket gibi olumlu koşullarda faaliyet gösterdi.

Aracı kurumların mali sıkıntılara ilk düşüşü (1969 yılında) işlem hacimlerinin artmasıyla başladı. İddialara göre, bu artış onlara fazla yük bindirdi, işletme maliyetlerini artırdı ve mali uzlaşmalarda bir dizi sorun yarattı. Şunu da belirtmek gerekir ki tarihte ilk kez büyük kuruluşlar iş fazlalığından dolayı iflas ediyorlardı. 1970 yılında, aracı kurum iflasları arttıkça, herkes "işlem hacminin düşmesinden" yakınmaya başladı. 1970'de NYSE'de işlem gören 2 milyar 937 milyon hisse, borsa tarihinin en büyük sayısıydı ve 1965 öncesindeki her yılın iki katına eşitti. Böyle bir ortamdan yakınılması okura tuhaf gelebilir. 1964 yılında sona eren 14 yıllık boğa pi-

1. Sınavlar, Finansal Analistler Federasyonu'nun bir kolu olan Institute of Chartered Financial Analysts (Uzman Finansal Analistler Enstitüsü) tarafından düzenlenmektedir. Federasyonun şu anda 13.000'in üzerinde üyesi var.

yasası sırasında, yıllık ortalama işlem hacimleri "ancak" 712 milyon hisse olmuştu ve bu sayı 1970 miktarının ancak dörtte biriydi. 14 yıllık dönemde herkesin işi çok iyi gidiyordu. Üye şirketlerin işlerin kendi maliyetlerini artıracak ve kaynaklarına baskı kuracak kadar artmasına izin verdiklerini ve bu artış oranının küçük bir işlem hacmi daralmasını bile kaldıramayacak boyutta olduğunu kabul etsek dahi muhafazakâr bir bakış açışı ve iş anlayışı açısından bu daralma, iflasların nedeni olamaz.

Mali sorunların bir üçüncü nedeni bulutların arkasından daha sonra ortaya çıktı. Bizce, üç neden arasında en aklı yakın olanı şudur: O yıllarda, bazı aracı kurumların sermayelerinin büyük bir kısmını ortakların ellerinde tuttukları hisseler oluşturuyordu. Bunlardan bazıları son derece spekülatif kağıtlardı ve defterlerde şişmiş değerlerden gözüküyorlardı. Piyasa 1969'da düştüğünde, bu hisselerin fiyatları da çöktü ve beraberlerinde sermayelerin büyük bir kısmını da götürdü.[2] Aslında ortaklar müşterileri, aracı kurum sektörünün normal risklerinden korumak olan için konan şirket sermayesini spekülasyon için kullanmışlardı. Bu katmerli kazanç amacı işleri karıştırdı. Bu affedilecek bir şey değildi. Bundan daha fazla bir şey söylemek istemiyoruz.

Yatırımcı zekâsını sadece finansal politikasını formüle etmek için değil, aynı zamanda bunlara bağlı olan ayrıntılar için de kullanmalıdır. Bunların arasında saygın bir aracı kurum seçmek de bulunur. Şimdiye kadar, okurlarımıza eğer başkalarıyla çalışmak için çok geçerli nedenleri yoksa, sadece New York Stock Exchange üyeleriyle iş yapma öğüdü vermeyi yeterli bulduk. Şunu da istemeyerek belirtmek zorundayız ki, depozito (margin) hesabı olmayanlar ki bu bizim sözlüğümüzde profesyonel olmayan tüm yatırımcılar demek, hisse senetlerini teslim alma ve etme işlemlerini bankalarıyla yapmalıdır. Aracı kuruma bir alış emri verirken, alınan hisse senetlerini parası ödendikten sonra bankanıza teslim etmelerini isteyebilirsiniz. Bunun tam tersi olarak, satış yaparken de bankanızdan ödeme karşılığı hisse senetlerini aracı kuruma teslim etmesini talep edebilirsiniz. Bu hizmetler az bir şey daha pahalı olacaktır ama güvence ve kafa rahatlığına değer. Aracı kurumların mali sıkıntıları sona erene dek bu görüşler geçerli kalacaktır. Ancak bu sıkıntılardan sonra bu önerileri göz ardı edebilirsiniz.

Yatırım Bankaları

"Yatırım bankası" terimi, hisse senetleri ve tahvillerde yeni halka arzları başlatan, yüklenen ve satan kuruluşlar için kullanılır. (Yüklenmek, kağıdı

2. NYSE çok sıkı değerleme kurallarını uygulamaya koymuştu (bunlara "saç traşı" kuralları deniyordu.) Ancak görüldüğü gibi bunlar pek işe yaramadı.

çıkartan şirkete hepsinin satılacağına dair garanti vermektir.) Bazı aracı kurumlar da yüklenme faaliyetine katılırlar. Boğa piyasalarında, aracı kurumlar ufak miktar yeni halka arzları finanse etme eğilimi içine girerler.

Yatırım bankacılığı herhalde Wall Street'in en saygı değer mesleğidir. Çünkü, endüstrinin büyümesi için gerekli olan sermayenin sağlanışında, finansın yapıcı rolü bu alanda oynanır. Aslında, aktif hisse senedi borsalarını faaliyette tutmanın kuramsal amacı da zaten budur: Spekülatif faaliyetlerden çok yeni hisse senedi ve tahvil arzlarını kolaylaştırmak... Eğer yatırımcılar ve spekülatörler onlara arz edilen yeni bir menkul kıymet için hazır bir pazar görmezlerse, alım yapmaya yanaşmayabilirler.

Yatırım bankacısıyla yatırımcı arasındaki ilişki, bir alıcı satıcı ilişkisinden başka bir şey değildir. Bugüne kadar, halka arzların büyük bir kısmı, genelde bankalar ve sigorta şirketleri gibi finansal kuruluşlarca satın alınmışlardır. Burada tek fark, menkul kıymet satıcılarının karşısında deneyimli ve kurnaz alıcıların bulunmasıdır. Bu yüzden, yatırım bankalarının bu müşterilere verdiği öneriler dikkatli ve şüpheci bir tahkikattan geçer. Böylece bu tip işlemlerin çoğu profesyonelce uygulanmış olur.

Ancak bireysel menkul kıymet alıcısıyla, içlerinde yüklenici aracı kurumların da bulunduğu yatırım bankacılığı yapan şirketler arasındaki ilişkide değişik bir durum ortaya çıkar. Burada alıcı çoğu kez deneyimsizdir ve kurnaz da değildir. Tek amacı çabucak kâr etmek olduğuna göre de satıcının söylediklerinden kolayca etkilenir. Bütün bunların etkisiyle, yatırımcı halkın korunmasının güvencesi kendi muhakeme yeteneği değil, arzı yapan kuruluşların etik anlayışı ve vicdanı olur.[3]

Yüklenici firmaların dürüst ve ehliyetli oluşlarını, iki uyumsuz rol olan danışmanlık ve satıcılığı birlikte yürütebildikleri için takdir etmek gerekir. Ama alıcının kendisini tamamen satıcının insafına bırakması da pek akıllı bir iş değildir. 1959 baskısında bu aşamada şunları demiştik: "Bu zayıf tutumun kötü sonuçları yüklenicilik alanında sık sık kendilerini gösterir ve bu sonuçlar özellikle spekülasyon dönemlerindeki yeni hisse arzlarında çok daha vahim olur." Bu yorumun ne kadar yerinde olduğu hemen 1959 sonrasında ortaya çıktı. Daha önceden de belirtildiği gibi, 1960-1961 yıllarında ve yine 1968-1969'da bir çok kalitesiz halka arzın mantar gibi patlamasına tanık olduk. Bu arzlarda hisse senetleri halka saçma ve yüksek fiyatlardan satıldı ve çoğu kez de düşüncesiz spekülasyonlar, hatta ya-

3. Şimdi yeni arzlar ancak Securities and Exchange Commission'un kurallarına uygun şekilde hazırlanmış prospektüslerle satılabilir. Bu doküman, arz eden kuruluş ve arz olunan kağıt hakkında tüm ilgili gerçekleri açığa kavuşturmalı, yatırımcıyı işin doğası hakkında yeteri kadar aydınlatmalıdır. Ancak gereken verilerin bolluğu, bu dokümanı haddinden fazla uzun hale getirir. Yatırımcıların ancak çok küçük bir yüzdesinin bu dokümanlarını tamamını okudukları bilinir. Sonuçta kendi yargılarına göre değil yine satıcıların ve müşteri temsilcilerininkine göre hareket geçerler.

rı-manipülasyonlarla fiyatlar daha yukarılara çekildi. Wall Street'in önemli kuruluşlarından birkaç tanesi de bu kredibilitesi düşük faaliyetlere iştirak etti. Bu da o çok iyi bildiğimiz hırs, budalalık derecesine varan çılgınlık ve sorumsuzluk bileşiminin henüz finansal hayattan çekilip gitmediğinin ispatıdır.

Akıllı yatırımcı, yatırım bankalarının, özellikle olumlu bir ünü olanların, verdiği tavsiye ve önerilere dikkat edecektir ama bu önerilerin üzerine sağlam ve bağımsız yargıyı da (ister kendisinin isterse de başka bir danışmanın) oturtmayı ihmal etmemelidir.

Diğer Danışmanlar

Özellikle küçük yerleşim bölgelerinde yatırımlar hakkında yerel bir bankacıya danışmak eski ve iyi bir adettir. Ticari bir banker menkul kıymetler üzerinde uzman değildir ama genelde deneyimli ve muhafazakâr olur. Bu kişiler, özellikle savunmacı bir politikanın düz ve sıkıcı yolundan çıkmaya eğilimi ve akıllı bir kafanın dengeleyici etkisine ihtiyacı olan amatör yatırımcı için çok faydalı bir görev yerine getirir. Kelepir hisse arayışında yardım arayan daha tetikte ve saldırgan yatırımcı tipinin hedefleri için, ticari bankerlerin görüşü pek değer taşımaz.

Daha yaygın bir gelenek olan eşten dosttan akıl isteme işinde ise daha dikkatli bir tutum takınmalıyız. Soruyu soran kişi her zaman cevaplayacak kişinin ondan daha fazla bir şeyler bildiğini varsayar. Bizim gözlemlerimize göre, profesyonel bir danışman seçmek ne kadar zorsa, böyle amatör bir danışmanın seçimi de o kadar zordur. Kötü tavsiyeler hep bedava verilenlerdir.

Özet

Fonlarının yönetilmesi için bir ücret ödemeye razı olan yatırımcıların yapacağı en akıllı iş, yerleşik ve olumlu referansları olan bir danışman firmayı seçmektir. Ya da, büyük bir vakıf şirketinin yatırım departmanını veya bazı NYSE şirketlerince bir ücret karşılığında verilen danışmanlık servislerini kullanabilirler. Burada beklenen sonuçlar olağanüstü olmayacaktır ama en azından bilgili ve dikkatli yatırımcıların kazancı kadar, para kazandırabilirler.

Çoğu menkul kıymet yatırımcısı, bu tür hizmetleri belirli bir ücret ödemeden alır. Zaten bedava olması, bu hizmetlerden olağanüstü sonuçlar beklenilmemesi gerektiğini ortaya koyar. İster menkul kıymet satıcıları ister de müşteri temsilcileri olsun, görkemli getiriler vaat eden herkese kuşkuyla bakılmalıdır. Bu ilke hem doğru kağıt seçimine hem de o yanıltıcı trading oyununa uygulanabilir.

Tanımını yaptığımız şekliyle savunmacı yatırımcılar, genelde danışmanlarından gelecek önerileri bağımsızca yorumlayacak malzemeye sahip değildirler. Ancak ne tür menkul kıymetler almak istediklerini çok açık bir şekilde, hem de tekrar tekrar belirtmelidirler. Eğer bizim reçetemizi uygularlarsa yatırımlarını, tercihen deneyim ve analizin ışık tuttuğu kadarıyla yüksek olmayan bireysel fiyat seviyelerinde alınabilecek kaliteli tahviller ve önder hisselerle kısıtlayacaklardır. Her hangi bir saygın borsa üyesi kurumun menkul kıymet analisti, bu hisselerden oluşmuş uygun bir liste hazırlayabilir ve geçmiş deneyime dayanarak yatırımcıya mevcut fiyat seviyelerinin makul bir şekilde muhafazakâr olup olmadığı yorumunu yapabilir.

Saldırgan tip yatırımcı ise düzenli bir şekilde danışmanlarıyla birlikte çalışacaktır. Danışmanların önerileri hakkında ayrıntılı açıklamalar talep edecek ve kendi yorumunu yapmakta da ısrarlı olacaktır. Bu da yatırımcının beklentilerini ve faaliyetlerinin niteliğini, kendi bilgisinin gelişimine ve sektördeki deneyime dayandıracağı anlamına gelir. Yatırımcı, sadece doğruluk ve yeteneği açıkça ispatlanmış bir danışmanın varlığı gibi istisnai bir durumda, kararları anlamadan ve onaylamadan hareket edebilir.

Her zaman dolandırıcı satıcılar ve bir var-bir yok aracı kurumlar olmuştur. Okurlarımız, istisnasız olarak New York Stock Exchange üyeleri ile çalışmalıdırlar. Ancak yine de biraz fazladan dikkatli davranıp hisse teslimatlarının bankanızca yapılması gereğini de öneriyoruz. Wall Street'teki o sıkıntı verici aracı kurum manzarası geçmiş gibi görünüyor ama 1971 yılının sonunda biz hâlâ ihtiyatlı davranmanızı öneriyoruz.

BÖLÜM

11

Amatör Yatırımcı için Menkul Kıymet Analizi: Genel Yaklaşım

Finansal analiz artık yerleşmiş ve büyüyen bir meslek veya yarı-meslek. Ulusal Finansal Analistler Federasyonu'nu oluşturan çeşitli cemiyetlerin 13,000 üyesi var ve çoğu hayatını bu zihinsel faaliyetten kazanıyor. Finansal analistlerin ders kitapları, etik kuralları ve yılda dört kez yayınlanan bir dergileri var. Çözülmemiş sorunlardan da kendi paylarını alıyorlar. Son yıllarda "menkul kıymet" analizi dediğimiz genel kavram yerini "finansal analiz" terimine bırakıyor. Bu terimin daha geniş bir kapsamı var ve Wall Street'in çoğu kıdemli analistinin yaptığı işi daha iyi tasvir ediyor. Menkul kıymet analizi sanki sadece hisse senetleri ve tahvil analiziyle kısıtlı. Oysa finansal analiz, bunun üzerine bir de yatırım politikasının belirlenmesini (portföy seçimi) ve yüklü miktarda ekonomik analizi içeriyor.[1] Bu bölümde duruma hangisi uygunsa onu kullanacağız, ama esas vurgu menkul kıymet analistinin yaptığı iş üzerinde olacak.

Menkul kıymet analisti, bir menkul kıymetin geçmişi, şimdi ne yaptığı ve geleceği ile ilgilenir. İş alanını tanımlar; işletme kâr veya zararlarıyla mali durumunu özetler. Kuvvetli ve zayıf noktalarını belirtir; çeşitli varsayımlara dayanarak işin ileride kâr etme yeteneğini tahmin eder. Ya benzer şirketleri ya da aynı şirketi değişik zamanlar içerisinde ayrıntılı bir şekilde karşılaştırır. Son olarak da, eğer söz konusu olan bir tahvil veya tercihli hisseyse kağıdın güvenliği, eğer hisse senediyse alım için uygunluğu hakkındaki görüşlerini bildirir.

Bunları yaparken de en basitinden en çapraşık olanına kadar çeşitli teknikleri kullanır. Bazen, denetimci firmanın o kutsal damgasına rağmen, bir şirketin bilançolarındaki bazı rakamları düzeltebilir. Bu raporlarda

1. Menkul Kıymet Analizi isimli kitabımız (*Security Analysis*, Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle ve Charles Tatham, McGraw-Hill, 4. Baskı, 1962) 1934'te seçilen bu ismi hâlâ koruyor ama konusu finansal analiz dediğimiz kavramın kapsadıklarını içeriyor.

özellikle aradığı şey, söylediklerinden çok daha fazla veya az anlama gelen maddelerdir.

Analist, belli bir tahvil veya tercihli hissenin yatırım amacıyla alınması için sağlam olup olmadığına karar vermede kullandığımız güvenlik standartlarını geliştirir ve uygular. Bu standartlar öncelikle geçmiş ortalama kazançlarla ilgilidir ama sermaye yapısı, işletme sermayesi, aktif değeri ve diğer konuları da içerir.

Menkul kıymet analisti yakın bir geçmişe kadar, tahvil ve tercihli hisselere uyguladığı kadar belirgin ve kesin standartları adi hisselere çok nadiren uygulayabilmişti. Çoğu kez, analist geçmiş performansların bir özeti, geleceğin genel bir tahmini (vurgu gelecek 12 aydaydı) ve keyfi bir sonuçlama ile tatmin oluyordu. Bu sonuncusu genellikle bir göz fiyat kotasyonlarına veya fiyat grafiklerine kaymışken yapılırdı ve hâlâ öyle yapılıyor. Ne var ki geçmiş birkaç yıl içinde, pratisyen analistler büyüme hisselerinin değerlemesi sorununa çok kafa yordular. Bunların çoğu geçmiş ve mevcut kazançlara oranla o kadar yüksek fiyatlardan işlem görüyorlardı. Belirli bir hisse senedini önerenler, bir hayli uzun geleceğe kadar uzanan kâr tahminleri yaparak kendilerini alım kararlarını doğrulamak yükümlülüğü altında hissettiler. Ulaşılan bu değerlemeleri destekleyebilmek için zorunlu olarak bazı karmaşık matematik teknikler geliştirildi.

Bu tekniklerle daha sonra kısa bir süre ilgileneceğiz. Ne var ki, burada sorunlu bir paradoksa dikkatinizi çekmek zorundayız. Bu matematik değerlemelerin en çok yaygın olduğu alanlar, en az güvenilir olabilecekleri olanlardı. Çünkü, geleceğin tahminine dayanan ve dolayısıyla geçmişin verilerine fazla bağımlı olmayan bir değerlemede hesap hatalarına ve ciddi yanlışlara düşme ihtimali yüksektir. Kazancının yüksek katlarında işlem gören bir büyüme hissesi için biçilen değerin büyük bir kısmı, belki de büyüme oranının kendisinin dışında, gelecek tahminlerinden türetilmiştir ve geçmiş performanstan çok farklı çıkar. Bundan dolayı menkul kıymet analistleri, kesin tahminlerin zorlaştığı durumlarda, kendilerini en matematiksel veya en bilimsel yöntemleri kullanmak zorunda hissederler.

Menkul kıymet analizinin daha önemli unsur ve teknikleriyle devam edelim. Mevcut analizlerin yüksek yoğunluğu, profesyonel olmayan yatırımcının ihtiyaçlarına yöneliktir. Yatırımcı, en azından menkul kıymet analistinin neden bahsettiğini anlamalı ve onun ötesinde yüzeysel ve sağlam analiz arasındaki farkı görebilecek bilgiye sahip olmalıdır.

Sıradan yatırımcılar için yapılan analiz şirketin yıllık mali raporlarının yorumlanmasıyla başlar. Bu, *The Interpretation of Financial Statements*[2] (Mali Tabloların Yorumlanması) isimli kitabımızda kapsamış olduğumuz ayrı bir konudur. Aynı konuları burada da işlemeye gerek duymuyoruz. Çün-

2. Charles McGolrick ile birlikte, Harper & Row, 1964.

kü bu kitabın konusu bilgi ve tanımlardan çok ilkeler ve tutumlar olarak belirlendi. Yatırımların seçimi hakkında iki soruyu ortaya atalım. Bir şirket tahvili veya tercihli hissenin güvenli olup olmadığını nereden anlayacağız? Bir adi hissenin değerlemesinde hangi önemli unsurlar bulunur?

Tahvil Analizi

Menkul kıymet analizinin en güvenilir ve en saygı değer dalı, tahvillerin ve tercihli hisselerin güvenirliliği veya kalitesi ile ilgilidir. Şirket tahvilleri konusundaki ana kriter, toplam faiz ödemelerinin geçmişte devamlı olarak mevcut kazançlarla karşılanmış olmasıdır. Tercihli hisselerde aranan ise, tahvil faizleriyle tercihli kâr paylarının kaç kez karşılandığıdır.

Değişik uzmanlar değişik standartlar uygularlar. Sonuçta yapılan testler keyfî olduğundan, en uygun kriterleri bulmanın kesin bir yolu yoktur. Kitabımızın 1961'de yapılan düzeltmesinde (*Security Analysis*-Menkul Kıymet Analizi), bir takım "karşılama" standartları önermiştik. Bunlar Tablo 11-1'de de veriliyor.

Temel testimiz sadece belli bir sayıda yılın ortalama sonuçlarına uygulanır. Diğer uzmanlar, ele alınan her yıl için asgari bir karşılama oranın gösterilmesini isterler. Yedi-yıllık-ortalama testine bir alternatif olarak "en

Tablo 11-1. Tahvil ve Tercihli Hisseler İçin Önerilen Asgari "Karşılama" Oranları

A. Tahviller İçin

Asgari Kazanç/Toplam Sabit Giderler Oranı:

	Gelir Vergisi Öncesi		*Gelir Vergisi Sonrası*	
Kurum Tipi	Son 7 Yılın Ortalaması	Alternatif: "En Kötü Yıl Ölçümüyle	Son 7 Yılın Ortalaması	Alternatif: "En Kötü Yıl" Ölçümüyle
Kamu Hizmetleri	4 kez	3 kez	2.65 kez	2.10 kez
Demiryolu	5	4	3.20	2.65
Sanayi	7	5	4.30	3.20
Perakende	5	4	3.20	2.65

B. Tercihli Hisseler İçin

Vergi Öncesi kazançların sabit giderler artı tercihli kâr paylarının iki misline olan oranı için yukarıdaki aynı rakamlar geçerlidir.

NOT: Tercihli kâr paylarının ikiyle çarpılması bunların vergiden düşülememesi yüzündendir. Halbuki faiz ödemeleri vergiden düşülebilir.

C. Diğer Tahvil ve Tercihli Kategorileri

Yukarıda verilen standartlar, (1) kamu holdinglerine, (2) finansal şirketlere ve (3) gayrimenkul şirketlerine uygulanamaz. Bu özel gruplar için gereken rakamlara burada yer verilmiyor.

kötü yıl" testini de uygun buluyoruz. Bir tahvil veya tercihli hissenin bu iki kriterden birine uyması yeterlidir.

1961 yılındaki büyük faiz artışlarının, önerilen bu karşılama oranlarını düşürmesi gerektirdiği ileri sürülmüştü. Bir sanayi şirketinin %8 oranındaki faiz ödemelerini yedi kez karşılaması, yüzde $4^{1/2}$ oranından daha zordur tabii. Bu değişen duruma uyum sağlamak için, borcun anaparası üzerinden kazanılan faize dayalı bir alternatif öneriyoruz. Bu rakamlar vergi öncesi, bir sanayi şirketi için %33, bir kamu hizmetleri kuruluşu için %20 ve bir demiyolu şirketi için de % 25 olabilir. Şunu da unutmamak gerekir ki çoğu şirketin toplam borçları için ödedikleri faiz oranı mevcut %8 seviyesinden daha azdır. Çünkü onların kağıtları daha eskiden arz olunduğundan daha düşük kuponları vardır. "En kötü yıl" standardı da, yedi yıllık ortalama rakamların üçte ikisi olarak kabul edilebilir.

Kazanç-karşılama testine ek olarak birkaç diğer test daha uygulanır:

1. *Kuruluşun Büyüklüğü.* Şirketler için işin hacmine göre değişen asgari standartlar vardır. Bunlar şirketin tipine göre de değişir (sanayi, kamu, demiryolu, vs.) Mahalli idareler için ise belirleyici unsur nüfus olacaktır.

2. *Hisse/Sermaye Oranı.* Bu daha yeni hisse arzlarının, toplam borca ya da borç artı tercihli hisselere olan oranıdır. Bu ölçü, olumsuz gelişmelerin ilk etkileyeceği yeni arzların mevcudiyetine karşı kaba bir korunma ve "yastık" ölçüsü olarak kabul edilebilir.

3. *Mal Varlığı.* Bilançolarda gösterilip değerlemeleri yapıldığı kadarıyla aktif değeri, eskiden bir tahvilin en önemli güvenlik unsuru olarak görülürdü. Deneyimler, güvenliğin daha çok şirketin kâr etme potansiyelinde yattığını gösterdi. Çünkü eğer bir şirket para kazanmıyorsa mal varlıklarının değeri de düşer. Yine de aktif değeri her üç kurum kategorisinde de tahvil ve tercihli hisselerin güvencesinin ölçümünde önemli yer tutar. Kamu kuruluşlarında oranlar emlak yatırımlarına göre değişir. Gayrimenkul ve yatırım şirketleri için de aynı şey söz konusudur.

Bu noktada tetikteki bir yatırımcının sorması gereken soru şudur: "Faiz ve anapara ödemelerinin gelecekte ne olacağına bağlı olduğu gerçeğinin ışığında, geçmiş ve mevcut performansla ölçülen güvenlik testleri ne kadar güvenlidir?" Cevap deneyimde yatmaktadır. Geçmişe yönelik sıkı güvenlik testlerinden geçmiş olan tahvil ve tercihli hisselerin büyük bir çoğunluğu, daha sonra oluşan piyasa dalgalanmalarında da iyi performans gösterebildiler. Bu olgu, sık sık iflasların görüldüğü ve ciddi kayıpların yaşandığı demiryolları tahvillerinde defalarca görüldü. Hemen hemen her iflasta veya mali sıkıntıda, zorda olan şirketin aşırı borçlanmış olduğunu veya ortalama refah zamanlarında bile sabit giderlerin yeterince karşılanmadığını görüyoruz. Yatırımcı böyle durumlarda bu sıkı testleri uygularsa, bu tür tahvillerden uzak durur. Tam tersine, mali sıkıntılara düşmeyen her şirketin, bu testleri geçmiş olduğunu görüyoruz. Ortaya attığımız ilkeler, 1940

ve 50'li yıllar arasında arz olunan çok sayıda demiryolu kağıdının tarihine bakacak olursak çarpıcı bir şekilde doğrulanacaktır. İçlerinden biri hariç hepsi "hayat"larına düşük sabit giderlerle başlamışlardı ve sabit faizleri yeteri kadar karşılayacak oranlara sahiplerdi. O bir tanesi de tekrar arz yaptığı 1947 yılında giderlerini sadece 1.1 kez kazanan New Haven Railroad idi. Sonuçta, diğer tümü zor zamanları likidite sorunları yaşamadan atlatırken, New Haven 1961 yılında üçüncü kez kayyımların eline düştü.

17. bölümde, 1970'de finans camiasını sarsan Penn Central Railroad iflasının çeşitli yönlerini ele alacağız. Buradaki temel gerçek, sabit giderlerin karşılanmasında şirketin, 1965'ten başlayarak gerekli standartların altında kalmasıydı. Akıllı bir tahvil yatırımcısı, olaylar bu aşamaya gelmeden çok önce pozisyonundan çıkabilirdi.

Geçmiş kayıtların gelecekteki güvenceyi ölçmeye yeterli olup olmadığı hakkındaki gözlemlerimiz, tahvil yatırımları için büyük bir alan teşkil eden kamu hizmetleri sektörü için de geçerlidir. Sağlam bir şekilde sermayelendirilmiş bir kamu hizmetleri (elektrik) kuruluşunun kayyımlara düşmesi hemen hemen olanak dışıdır. Securities and Exchange Commision'un kurallarının uygulanmaya başlanmasından ve holding şirketlerinin parçalanmasından sonra kamu hizmetleri şirketleri hep sağlam olmuşlar ve iflaslara da pek rastlanmamıştır. 1930'ların elektrik ve gaz şirketlerinin mali sorunlarının hepsinin kökünde sermayede yaralar açan aşırı harcamalar ve kötü yönetim vardır. Bu yüzden basit ama sıkı güvenlik testlerinin uygulamaya sokulması bu tip kağıtlardan uzak durulmasını sağlar.

Sanayi şirketlerinin tahvillerinde durum başkadır. Her ne kadar bu sektör, demiryolları ve kamu hizmetlerinden daha yüksek kâr potansiyeli sergilemiş olsa da bireysel şirketlerdeki güvenilirlik biraz daha zayıf olmuştur. Bu yüzden en azından geçmişte, sanayi sektörü tahvil ve tercihli hisse alımlarını sadece büyük olan değil, aynı zamanda da geçmişteki ciddi ekonomik sarsıntılarda ayakta kalmayı becerebilmiş şirketlerle kısıtlı tutmanın ikna edici nedenleri vardı.

1950'den beri pek fazla iflas görülmedi ama bunun nedenini bu süre içinde büyük bir ekonomik depresyonun yaşanmamasına bağlayabiliriz. 1966'dan itibaren birçok sanayi şirketinin finansal pozisyonlarında bazı olumsuz gelişmeler ortaya çıktı. Bunlar akılcı olmayan hızlı büyümelerin ardından gelmişti. Bu tür şirketlerde bir yandan banka borçları ve uzun vadeli borçlanmalar artarken, diğer yandan da beklenen kârlar yerine işletme zararları oluşmuştu. Mali sektör dışındaki tüm şirketlerin faiz ödemelerinin 1963 yılındaki 9.8 milyar dolar seviyesi, 1970 yılında 26.1 milyar dolara yükselmişti. Faiz ödemelerinin vergi öncesi toplam kârlara olan oranı, 1963 yılının %16'sına karşılık 1970'de %29'a tırmanmıştı.[3] Birçok bireysel

3. Bu rakamlar büyük bir New York tahvil kuruluşu olan Salomon Bros.'tan alınmıştır.

şirket üzerindeki yük, elbette ki bundan çok daha fazla oranlarda artmıştı. Artık heryerde aşırı borçlanmış (tahvillenmiş) şirketler görülüyordu. 1965 baskımızda yaptığımız uyarıyı tekrarlamamız için çok neden var:

> Yatırımcının, olumlu durumun süresiz devam edeceğine inanmasını önermeye henüz hazır değiliz ve bu yüzden de onun sanayi veya başka bir sektörde tahvil seçme standartlarını düşürmemesi gerektiğine inanıyoruz.

Hisse Senedi Analizi

Hisse senedi analizinin ideal şekli, hisse fiyatının alım yapmak için cazip olup olmadığını belirlemek amacıyla, mevcut piyasa fiyatlarıyla karşılaştırılacak bir değer biçme sürecidir. Bu değer normal olarak, gelecek birkaç yıl içinde beklenen kazançların tahmini ortalamasının uygun bir "kapitalizasyon faktörü" ile çarpılmasıyla bulunur.

Gelecekteki kazançları tahmin etmek için kullanılan mevcut standart yöntem, hesaba geçmiş fiziksel iş hacmi ortalaması, satış fiyatları ve işletme kârları ile başlar. Geçmişteki iş hacmi ve fiyat seviyelerine dayalı varsayımlar daha sonra geleceğe uzatılır ve gelecekteki olası satış rakamları bulunur. Bu tahminlerin temelinde ilk olarak gayri safi milli hasılanın ekonomik tahminleri ve daha sonra sektöre ve şirkete has özel hesaplamalar yatar.

Bu değerleme yönteminin bir örneği 1965 baskımızdan alınarak güncelleştirilebilir. İleri gelen yatırım hizmetleri kuruluşlarından biri olan Value Line, gelecekteki kâr ve kâr paylarının yukarıdaki yöntemi kullanarak bir tahminini yapar ve sonra bir "fiyat potansiyeli" (veya gelecekteki değer) rakamı türetir. Tablo 11-2'de, Haziran 1964'de 1967-1969 dönemi için yapılan tahminleri tekrar yayınlayıp bu rakamları o dönemin orta yılı olan 1968'de gerçekleşmiş ortalama piyasa fiyatlarıyla karşılaştırıyoruz.

Tahminlerin hepsine birleşik olarak bakıldığında, çoğunun düşük kaldığını ama çok büyük farklılıkların da bulunmadığını görüyoruz. Altı yıl önce yapılan kâr ve kâr payı tahminleri biraz iyimser kaçmış ama bu farklılık düşük bir çarpan kullanılarak giderilmiş. Sonuçta, ortaya çıkan "fiyat potansiyeli" rakamı 1963'ün gerçekleşen ortalamasıyla hemen hemen aynı olmuş.

Okur, burada bir yığın tahminin de gerçekleşmekten çok uzakta olduğunun farkına varacaktır. Bu da, bileşik veya grup tahminlerinin bireysel şirket tahminlerinden çok daha güvenilir olduklarına dair görüşümüzü destekleyen bir durum. Menkul kıymet analisti, belki de ideal olarak geleceğini en iyi bildiğini düşündüğü üç veya dört şirketi seçip hem kendisinin hem de müşterilerinin dikkatini bu şirketlerde toplasa daha iyi olur.

Tablo 11-2. Dow Jones Sanayi Endeksi

(1967-1969 Dönemi İçin 1964 Ortasında Yapılan Value Line Tahminleriyle 1968 Yılının Gerçekleşen Sonuçlarının Karşılaştırması)

	Kârlar Tahmini 1967-1969	Gerçekleşen 1968[a]	30 Haziran 1964 Fiyatı	Tahmin 1967-1969	Ortalama Fiyat 1968[a]
Allied Chemical	3.70$	1.46$	54 1/2	67	36 1/2
Aluminum Corp. of Am.	3.85	4.75	71 1/2	85	79
American Can	3.50	4.25	47	57	48
American Tel.&Tel.	4.00	3.75	73 1/2	68	53
American Tobacco	3.00	4.38	51 1/2	33	37
Anaconda	6.00	8.12	44 1/2	70	106
Bethlehem Steel	3.25	3.55	36 1/2	45	31
Chrysler	4.75	6.23	48 1/2	45	60
Du Pont	8.50	7.82	253	240	163
Eastman Kodak	5.00	9.32	133	100	320
General Electric	4.50	3.95	80	90	90 1/2
General Foods	4.70	4.16	88	71	84 1/2
General Motors	6.25	6.02	88	78	81 1/2
Goodyear Tire	3.25	4.12	43	43	54
Internat. Harvester	5.75	5.38	82	63	69
Internat. Nickel	5.20	3.86	79	83	76
Internat. Paper	2.25	2.04	32	36	33
Johns Manville	4.00	4.78	57 1/2	54	71 1/2
Owens-Ill. Glass	5.25	6.20	99	100	125 1/2
Procter&Gamble	4.20	4.30	83	70	91
Sears Roebuck	4.70	5.46	118	78	122 1/2
Standart Oil of Cal.	5.25	5.59	64 1/2	60	67
Standart Oil of N.J.	6.00	5.94	87	73	76
Swift&Co.	3.85	3.41[b]	54	50	57
Texaco	5.50	6.04	79 1/2	70	81
Union Carbide	7.35	5.20	126 1/2	165	90
United Aircraft	4.00	7.65	49 1/2	50	106
U.S. Steel4.50	4.69	57 1/2	60	42	
Westinghouse Elec.	3.25	3.49	30 1/2	50	69
Woolworth	2.25	2.29	291 1/2	32	29 1/2
Total	138.25	149.20	2222	2186	2450
DJIA (Toplam % 2.67)	52.00	56.00	832	820	918[c]
DJIA Gerçekleşen 1968	57.89				906[c]
DJIA Gerçekleşen 1967-1969	56.26				

[a] 1964'ten itibaren bölünmelere göre ayarlanmış
[b] 1967-1969 ortalama
[c] Farkın nedeni bölen değişikliği

Ne yazık ki, başarıya ulaşabilecek bireysel tahminlerle, büyük yanılma olasılıkları olanlar arasında daha işin başında bir ayırım yapma imkanı yok. Bu nedenle, yatırım fonları bol çeşitlemeli portföyler tutarlar. Sırf çeşitleme yapacağım diye getirileri ortalayarak vasati sonuçlar elde etmek yerine, çok iyi getiri sağlayacağını bildiğiniz tek bir şirkete yatırım yapmak elbette daha iyidir. Ama bu, yapılan bir iş değildir. Çünkü bu tek şirketin istikrarlı ve *güvenilir* bir şekilde tahmin edilmesi imkansızdır.[4] Geniş biçimlerde çeşitleme yapmanın yaygınlaşması, Wall Street'in hakkında bolca atıp tuttuğu "seçilebilirlik" fetişinin, kendi içinde pratik bir inkarıdır.

Kapitalizasyon Oranını Etkileyen Unsurlar

Her ne kadar gelecek kazançların, değeri belirleyen ana unsur olmaları gerekse de menkul kıymet analistleri birkaç diğer unsuru daha göz önünde bulundurur. Bu unsurların çoğu kapitalizasyon oranına birer girdi olurlar. Hissenin kalitesine göre, bu oranın oynama marjı çok olur. Örneğin, 1973-1975 dönemleri için beklenen kârları hisse başı 4$ olarak tahmin edilen iki ayrı şirketin birisine 40 diğerine 100 olarak değer biçilebilir. Bu birbirinden farklılıklar gösterebilen çarpanları etkileyen şeylere bir göz atalım.

1. *Genel ve Uzun Vadeli Beklentiler.* Aslında uzak gelecekte neler olabileceğini kimse bilmez, ama analist ve yatırımcılar gelecekle ilgili yine de bir bakış açısına sahiptir. Bu bakış açıları, şirketler ve sektörler arasındaki büyük fiyat/kazanç oranı farklılıkları şeklinde ortaya çıkar. 1965 baskımızda bu aşamada şunları eklemiştik:

> Örneğin, 1963 sonunda, DJIA'ya dahil olan kimya sektörü şirketleri, petrol şirketlerinden çok daha yüksek fiyat/kazanç oranlarında işlem görüyorlardı: Bu durum onlara duyulan güveni yansıtıyordu. Piyasanın böyle ayırımlar yapması genellikle sağlam temellere dayalıdır ama gösterge olarak sadece geçmiş kullanılıyorsa yanlış çıkma olasılıkları da en azından doğru çıkma olasılıkları kadar fazladır.

Bu aşamada, Tablo 11-3'de, DJIA'daki kimya ve petrol sektörü şirketleri hakkında veriler sunacak ve kazançlarını 1970 sonuna kadar taşıyacağız. Yüksek fiyat/kazanç oranlarına rağmen kimya sektörü şirketlerinin

4. En azından bunu menkul kıymet analistleri ve yatırımcılar yapamaz. Hangi şirketlerin yakın ilgi gerektirdiği ve hangilerinin başarmak için yetenek ve yeterliliğinin olduğunu önceden söyleyebilen olağanüstü analistler, bu yöntemle başarılı olmaya devam edebilirler. Bu tür yaklaşımın ayrıntıları için Philip Fisher'ın Common Stocks and Uncommon Profits adlı kitabı okunabilir (Harper & Row, 1960).

1963 sonrasında kârlarını artıramadıklarını göreceksiniz. Petrol şirketleri kimya şirketlerinden çok daha iyi performans gösterdiler ve büyümeleri 1963 fiyat/kazanç oranlarının işaret ettiği oranlarda oldu.[5] Böylece, kimya hisseleri örneğimiz, fiyat/kazanç oranlarının yanlış çıktığı vakalardan birisi oldu.

2. *Yönetim*. Wall Street'de bu konu hakkında çok konuşulur ama dişe dokunur bir şey söylenmez. Yönetimin yeterliliğini ölçen tarafsız, nicel ve makul bir güvenilirlikte testler tasarlanmadıkça, bu unsura bir sis perdesinin arkasından bakılmaya devam edecektir. Çok başarılı bir şirketin olağanüstü iyi bir yönetimi olduğunu söylemek doğru olacaktır. Bu unsur şirketin geçmiş performansında görünür, gelecek beş yıl içinde kendisini gösterir ve uzun vadede de etkili olur. Ne var ki, bu unsuru ayrı bir olumlu girdi olarak kullanmak aşırı değer biçmeye yol açar. Bize göre yönetim unsurunun en etkili olduğu durumlar, yeni bir yönetim değişikliğinin olduğu ve bunun etkilerinin henüz rakamlara yansımadığı durumlardır.

Bu tipte vereceğimiz iki önemli örnek de Chrysler'la ilgili. İlk olay, çok eskilerde 1921 yılında, Walter Chrysler batmak üzere olan Maxwell Motors'u satın aldığı yıllarda yaşandı. Chrysler, diğer otomotiv şirketleri teker teker dökülürken, şirketi birkaç yıl içinde kârlı bir kuruluş haline getirmişti. İkincisi, 1962 yılında, Chrysler çıktığı bulutlardan tekrar aşağılara düştüğünde, hisse fiyatları tarihin en düşük seviyelerindeydi. Daha sonra Consolidation Coal ile ilgili yeni oluşumlar dizginleri ele aldı ve 1961 yılında 1.24$ olan hisse başı kârlar 1963 yılında 17$'a çıktı. Fiyatlar ise, 1962'deki $38^{1/2}$ düşüklerinden hemen bir yıl sonra 200'e çıktı.[6]

3. *Mali Güç ve Sermaye Yapısı*. Nakit fazlası olan ve kötü bir şeyler beklemeyen bir şirketin hissesi (aynı fiyatta), aynı hisse başı kâra sahip ama büyük banka borçları olan ve geniş çapta menkul kıymetlerle sermayelendirilmiş olan bir şirketten açık ve net bir şekilde daha cazip bir alımdır. Böyle unsurlar menkul kıymet analistlerinin gözünden kaçmaz. Belli bir miktar tahvil veya tercihli hisse çıkarmış olmanın veya makul bir seviyede dönemsel bank kredileri kullanmanın bir hisse senedi için mutlaka bir dezavantaj olması gerekmez. (Sırası gelmişken, "tavanı ağır" bir yapı, yani çıkarılan tahvil ve tercihli hisselere oranla daha az hisse senediyle sermayelendirilmiş şirketlerin hisse senetleri, olumlu koşullar altında çok büyük spekülatif kârlar getirebilirler. Buna "kaldıraç" unsuru denir.)

5. Birkaç sayfa sonra fiyat/kazanç oranlarıyla beklenen büyüme oranları arasında ilişki kuran bir formül geliştireceğiz.

6. Chrysler fiyatlarındaki bu dalgalanmaların nedenlerinin bir kısmı da şüphesiz ki tek bir yıl içinde (1963) hissenin iki kez %100 bedelsiz vermesiydi. Böyle bir olay, bu boyuttaki bir şirketin tarihinde daha önce hiç görülmemişti.

Tablo 11-3. DJIA'daki Petrol ve Kimya Hisselerinin Performansı, 1970-1964 Karşılaştırması

	1963			1970		
	Kapanış Fiyatı	Hisse Başı Kâr	F/K Oranı	Kapanış Fiyatı	Hisse Başı Kâr	F/K Oranı
Kimya Şirketleri:						
Allied Chemical	55	2.77	19.8x	24?	1.56	15.5x
Du Pont[a]	77	6.55	23.5	133 1/2	6.76	19.8
Union Carbide[a]	60 1/4	2.66	22.7	40	2.60	15.4
			25.3 ort.			
Petrol Şirketleri:						
Standart Oil of Cal.	59 1/2	4.50	13.2x	54 1/2	5.36	10.2x
Standard Oil of N.J.	76	4.74	16.0	73 1/2	5.90	12.4
Texaco[b]	35	2.15	16.3	35	3.02	11.6
			15.3 ort.			

[a] 1963 rakamları General Motors hisselerinin dağıtımına göre ayarlanmıştır.
[b] 1963 rakamları bölünmelere göre ayarlanmıştır.

4. *Kâr Payı Sicili.* Kalite hakkında en ikna edici testlerden bir tanesi de şirketin geçmişte kesintisiz bir şekilde kâr payı dağıtmaya devam etmiş olmasıdır. Son 20 veya daha fazla yıl süresince devamlı yapılan kâr payı ödemelerini, bir şirketin kalite sıralaması açısından çok önemli bir artı unsur olarak görüyoruz. Yatırımcının böyle kağıtlara ilgi duyması elbette ki onun lehine olacaktır.

5. *Mevcut Kâr Payı Oranı.* Bu son unsur, tatmin edici bir şekilde ele alınması en zor olanıdır. Bereket versin ki, artık birçok şirket standart bir kâr payı politikası gütmeye başlamıştır. Bu da, oranın daha az olacağı çok kârlı ve yüksek enflasyon icabı daha fazla sermaye gereken son yıllar haricinde, ortalama kazançların yaklaşık üçte ikisini dağıtmak anlamına gelir. (Bu oran 1969 yılında DJIA hisseleri için %59.5, diğer Amerikan şirketleri için de %55 idi.) Kâr paylarının kazançlara olan ilişkisi normal bir çizgideyse, değer biçme tarzı her hangi bir şekilde yapılabilir ve hisse senedi fiyatı pek etkilenmez. Örneğin, ortalama 3$ kazanç getirmesi ve 2$ kâr payı dağıtması beklenen orta kalitede bir şirkete, kazançlarının 12 misli veya kâr paylarının 18 misli değer biçilebilir ki her iki yöntem de değeri 36 olarak belirleyecektir.

Ne var ki bazı şirketlerde büyümeyi finanse etmek için kazançların tümünü dağıtmadan tutma eğilimi yaygınlaşıyor. Kazançlar dağıtılmadığında hissedarlara daha iyi hizmet verileceği inancıyla, bir zamanların %60'nı veya daha fazlasını dağıtım politikasını terkeden şirketlerin sayısı hızla artıyor. Bu olay bir takım sorunlar yaratıyor ve dikkatli ayırımlar yapılmasını gerektiriyor. Uygun bir kâr payı politikası hakkındaki görüşlerimizi, yönetim-hissedar ilişkilerini ele aldığımız 19. Bölüm'de vereceğiz.

Büyüme Hisseleri İçin Kapitalizasyon Oranları

Menkul kıymet analistlerinin resmi çalışmalarının çoğu büyüme hisselerine değer biçme ile ilgilidir. Büyüme hisselerine değer biçmek için çeşitli yöntemleri inceledikten sonra, daha rafine matematiksel hesaplamalardan elde edilen sonuçlara bir hayli yakın rakamlar üretmeyi amaçlayan kısaltılmış ve daha basit bir formülde karar kıldık:

Değer = Mevcut (normal) kârlar x (8.5 + gerçekleşmesi beklenen
yıllık büyüme oranının iki misli)

Bu beklenen büyüme oranı, önümüzdeki yedi veya on yılı içermelidir.[7]

7. Bu formülün, bir büyüme hissesinin "gerçek değerini" verdiğini iddia etmiyoruz. Formül, sadece şimdilerde moda olan çok daha ayrıntılı ve karmaşık hesaplamaların ulaştığı rakamlara yaklaşık bir rakam buluyor.

Tablo 11-4. Basitleştirilmiş Formüle Göre, Beklenen Büyüme Oranlarını Baz Alan Yıllık Fiyat/Kazanç Oranları

Beklenen Büyüme Oranı	%0.0	% 2.5	% 5.0	% 7.2	% 20.0	% 14.3	%20.0
10 Yıllık Büyüme	%0.0	%28.0	%63.0	%100.0	%159.0	%280.0	%319.0
Mevcut Fiyat/Kazanç Oranı	8.5	13.5	18.5	22.9	28.5	37.1	48.5

Tablo 11-5. İma Edilen Veya Beklenen Büyüme Oranları, Aralık 1963 ve Aralık 1969

Hisse	*F/K Oranı, 1963*	*İleriye Uzatılmış[a] Büyüme Oranı 1963*	*Hisse Başı Kâr 1963*	*Hisse Başı Kâr 1969*	*Gerçekleşen Yıllık Büyüme 1963-1969*	*F/K Oranı 1969*	*İleriye Uzatılmış[a] Büyüme Oranı 1969*
American Tel. & Tel.	23.0 x	7.3 x	3.03	4.00	% 4.75	12.2 x	% 1.8
General Electric	29.0	10.3	3.00	3.79[b]	4.0	20.4	6.0
General Motors	14.1	2.8	5.55	5.95	1.17	11.6	1.6
IBM	38.5	15.0	3.48[c]	8.21	16.0	44.4	17.9
International Harvester	13.2	2.4	2.29[c]	2.30	0.1	10.8	1.1
Xerox	25.0	32.4	.38[c]	2.08	29.2	50.8	21.2
DJIA	18.6	5.1	41.11	57.02	5.5	14.0	2.8

[a] Formülümüz baz alınarak.
[b] 1969 kârları bir grevden etkilendiğinden dolayı, 1968 ve 1970 ortalaması alınmıştır.
[c] Bölünmelere göre ayarlı.

Tablo 11-4'te, çeşitli büyüme oranı varsayımlarında formülün neler ürettiğini gösteriyoruz. Formülün geçerli olduğunu varsayarsak, hesapları ters çevirerek mevcut piyasa fiyatından hangi oranda büyüme beklendiğini kolayca bulabiliriz. Son baskımızda, bunu DJIA ve altı önemli hisse senedi için yaptık. Bu rakamlar da Tablo 11-5'te. O zaman şu yorumu yapmıştık:

> Xerox için hesaplanan %32.4'lük ve General Motors'un için son derece mütevazi olan %2.8'lik yıllık büyüme oranları elbette ki çarpıcı. Bu kısmen, General Motors'un 1963'te gerçekleştirdiği kârların -tarihte bir şirketin gerçekleştirdiği en büyük kâr- ileride zorlukla korunabileceği veya olsa olsa az bir miktar geçilebileceği şeklindeki hisse senedi piyasası yorumu ile açıklanabilir. Öte yandan, Xerox'un fiyat/kazanç oranı, büyük başarılara imza atmış ve ileride de bu performansı göstermeye devam etmesi beklenen bir şirketin hisseleri üzerindeki spekülatif ilgiyi temsil ediyor.
>
> Şunu da belirtmek gerekir ki, 1951-1953 arasında 1961-1963 dönemi için ima edilen veya beklenen DJIA büyüme oranı %5.1 iken gerçekleşen rakam (bileşik olarak) %3.4 oldu.

Bu yoruma aşağıdaki şu uyarıyı da eklemiş olmalıyıdık: Eğer bu büyüme oranlarının gerçekleşeceklerini varsayacaksak, hızlı büyüme göstermesi beklenen bu hisselerin değerlemelerinin düşük olması gerekirdi. Hatta, aritmetik bir mantık yürütecek olursak, eğer bir şirketin %8 büyüme oranı tutturabileceği veya *süresiz olarak* bu düzeydeki bir oranı koruyabileceği varsayılırsa, hisseleri için hiçbir fiyat yüksek bulunmayacaktır. Değer biçen kişinin bu hesaplamalarda yaptığı şey, mühendisin bir yapının özellikleri içine koyduğu gibi, bir emniyet marjı bırakmaktır. Bu temele dayanarak yapılan alımlar, gerçekleşen büyüme oranları, formülde gelecek için kullanılan oranlardan düşük kalmış olsa da tahsis edilen hedeflere (1963 yılında, gelecek için her yılda %7$^{1/2}$) ulaşılacaktır. Bu oran gerçekleşirse yatırımcı iyi bir getiri elde edecektir. Analistin, belirli bir hızlı büyüyen (beklenti olarak yılda %8 veya daha fazla) şirketlere değer biçme yolu yoktur. Çünkü analist hem cari kazançlarla ilgili makul bir çarpan, hem de gelecekteki kazançlar için beklenen çarpan hakkında gerçekçi varsayımlar belirleyemez.

Xerox ve IBM'in gerçekleşen büyüme oranları, formülümüzden hesaplanan oranlara çok yakın çıktı. Yukarıda da açıkladığımız gibi, bu performanslar hemen her iki hissenin fiyatlarınm da artmasını sağladı. DJIA'nın gösterdiği büyüme de, 1963 kapanışına göre yapılan tahminle aynıydı. Ama %5 gibi ılımlı bir büyüme oranı Xerox ve IBM'deki gibi matematik bir ikilem içermiyordu. 1970 sonuna kadar gerçekleşen %23'lük fiyat yükselişi artı %28'e ulaşan toplam kâr payı getirileri yıllık büyüme oranını %7$^{1/2}$'ye

getirdi ki bu oran da formülümüzün öngördüğü rakamdan pek uzak değildi. Diğer dört şirkete bakılacak olursa, fiyatları DJIA kadar yükselmedi ve büyüme oranları 1963 fiyatlarının işaret ettiği beklentilere ulaşmadı. *Uyarı:* Buradaki veriler örnek olarak ve menkul kıymet analizinde incelenen şirketler için gelecek kârların tahmininin yapılması ilkesinden hareket edilerek verilmiştir. Okur, bunların son derece güvenilir olmadıklarını bilmelidir. Gelecek için yapılan herhangi bir tahmin gerçekleşebileceği gibi düş kırıklığı da yaratabilir.

Gelecekte elde edilmesi gereken sonuçları baz alan herhangi bir "bilimsel" veya en azından güvenilir bir hisselere değer biçme yöntemi, gelecekteki faiz oranlarını da hesaba katmalıdır. Gelecekteki faiz oranlarının daha düşük yerine daha yüksek olacaklarını varsayarsak, beklenen kâr veya kâr paylarının şimdiki değerleri daha düşük olurdu. Belli bir güvenilirlikle böyle varsayımlarda bulunmak her zaman güç olmuştur ve faiz oranlarında özellikle son zamanlardaki şiddetli dalgalanmalar bu tip projeksiyonların bir tahminden öteye gitmeyeceklerini göstermiştir. Bu yüzden ve başka bir mantıklı formül bulamadığımız için yukarıda verdiğimiz formülü muhafaza ediyoruz.

Sektör Analizi

Bir kuruluşun gelecekte neler vaat ettiğinin, ürettiği mal için piyasada oluşan fiyat üzerinde önemli bir ağırlığı vardır. Bu nedenle bir menkul kıymet analistinin dikkatini, sektörün ekonomik pozisyonu ve kuruluşun o sektör içindeki konumu üzerinde yoğunlaştırması da çok doğaldır. Bu tür incelemeler, sınırsız ayrıntılara inebilir. Bu araştırmaların bir bölümü, ileride işe yarayabilecek ve mevcut piyasa koşullarında pek anlaşılmayan veya değer verilmeyen, ama önemli olan unsurlara ışık tutan bilgiler üretebilir. Bu tür sonuçlamalara belli bir ölçüde güven duyuluyorsa, yatırım kararları için sağlam bir temele ulaşılmış olur.

Ancak kendi gözlemlerimize dayanarak yatırımcılara sunulan bu sektör incelemelerinin pratik değerlerinin minimum düzeylerde olduğunu söyleyebiliriz. Genellikle, geliştirilen fikir ve malzemeler zaten halkın haberdar olduğu veya bildiği unsurlardır ve hali hazırda piyasa fiyatına yansımıştır. Popüler bir sektörün düşüşe veya unutulmuş bir sektörün çıkışa geçeceğine dair bir dizi ikna edici gerçeği ortaya çıkarıp sunan bir aracı kurum araştırmasına, nadiren tanık oluyoruz. Wall Street'in uzun dönem tahminlerinde "çuvallaması" meşhurdur ve bu zaafı çeşitli sektörlerdeki kârların yönünü tahmin etmek için yapılan araştırmalar için de geçerlidir.

Son yıllarda belirgin hale gelen hızlı ve yayılmacı teknolojinin, menkul kıymet analistinin çalışma tarzı ve tutumu üzerinde önemli bir etkisi olduğunu yine de kabul etmek gerekir. Tipik bir kuruluşun gelecek on yıl için-

de kötüye doğru gitmesi, yeni ürünler ve süreçlerle olan ilişkisine bağlı olabilir. Analistin bunları *önceden* araştırıp inceleme şansı da vardır. Bu yüzden, analist saha araştırmalarına çıkarak, diğer araştırmacılarla tartışarak ve yoğun teknolojik araştırmalar yaparak etkili bir şekilde üretken olabilir. Yalnız, sadece geleceğe bakarak varılan ve mevcut değerlerle gösterilebilen verilerle desteklenmeyen yatırım kararları tehlikelidir. Sadece mevcut verilere dayalı hesaplamalarla belirlenen değer sınırlamalarına bağlı kalmak da eşit derecede tehlikeli sonuçlar verebilir. Yatırımcı her iki uyarıyı aynı anda dikkate alamaz. Mevcut verilerin gelecek için güzel şeyler vaat ettiği görüşüne dayalı olarak yaratıcı olup, bu ileri görüşe dayalı olarak büyük kârlar için oynayabilir, ama büyük veya küçük hesap hataları yapmış olma riski taşır. Öte yandan muhafazakâr davranıp henüz ispatlanmamış olasılıklar için küçük olsa bile bir prim ödemeyi reddederek daha sonra oluşacak altın bir fırsatı kaçırabilir.

İki Kısımlı Bir Değerleme Süreci

Bu bölümün başında bahsetmeye başladığımız hisse senedi değerlemesi fikirlerine dönelim. Konu hakkında yapılan birçok çalışmanın ışığında bu değerlemenin mevcut yapılış şeklinin değiştirilmesi kanaatindeyiz. Analistlerin önce sadece geçmiş verilere dayalı olan "geçmiş performans değeri" dediğimiz şeyi bulmalarını öneriyoruz. Bu bir hisse senedinin, eğer geçmiş performansının ileride de nispeten aynı şekilde tekrarlanacağını varsayarsak ne kadar değerli (mutlak bir rakam ya da DJIA veya S&P'nin bir yüzdesi olarak) olduğunu gösterecektir. (Bu inceleme aynı zamanda, kuruluşun son yedi yıldaki nispi büyüme oranının, gelecekteki yedi yıl içinde de aynı kalacağını varsayar.) Bu süreç, geçmiş kârlılık, sağlamlık, büyüme ve mevcut mali durum verilerine belirli bir ağırlık tanınan bir formülün uygulanması ile devam ettirilebilir. Analizin ikinci kısmında, sadece geçmiş performansı temel alan değerlemenin, ileride oluşması beklenen koşullardan dolayı ne kadar düzeltilmesi veya değiştirilmesi gerektiği ortaya çıkacaktır.

Bu tür bir yöntem, kıdemli ve genç analistler arasında şöyle bir görev bölümünü zorunlu kılar: (1) Kıdemli analist, geçmiş performans değerini belirleyecek ve tüm şirketlere uygulanabilecek formülü oluşturur. (2) Genç analist, belirlenen şirketler için verilen unsurları mekanik bir şekilde hesaplar. (3) Kıdemli analist, şirketin performansının -mutlak veya nispî- geçmiş performansında ne kadar farklı olacağını belirler ve buna göre yapılan değerlemede nasıl bir değişiklik yapılacağına karar verir. İlk yapılan değerleme ile değişiklik sonrası değerlemenin her ikisi de gösterilirse ve yapılan değişikliğin nedenleri sıralanırsa, çalışma daha aydınlatıcı olur.

Böyle bir işe girişmeye değer mi? Cevabımız elbette olumlu ama ne-

denlerimiz okuyucuya biraz alaycı gelebilir. Bu tür değerlemelerin güvenilirliği hakkında bazı şüphelerimiz var. Bu işin zorluklarını gelecek bölümde Aluminum Company of America (ALCOA)'dan bahsederken göstereceğiz. Ancak yine de böyle bir değerlemenin yapılması gerekiyor. Neden? İlk olarak, birçok menkul kıymet analisti, günlük işlerinin bir parçası olarak şimdiki zaman ve gelecek için değerlemeler yapmak zorundadır. Bizim önerdiğimiz yöntem şimdi çoğunun kullandığı yöntemlerin biraz daha iyileştirilmesini hedefliyor. İkinci olarak, bu yöntemi kullanan analist yararlı ve aydınlatıcı bir deneyim sahibi olacaktır. Üçüncü olarak, böyle bir yöntem çok miktarda değerli veri üreteceğinden, daha iyi değerleme yöntemlerinin geliştirilmesine veya mevcut yöntemlerin olasılık ve kısıtlamalarının bulunmasına yarayacaktır. Bu yaklaşım, önemli bir alan olan kamu sektöründe özellikle faydalı olabilir. Son olarak, akıllı bir analist kendisini, geleceğin makul bir miktarda tahmin edilebilir olduğu gruplarla kısıtlı tutacaktır. Geçmiş performas değerinin bugünkü fiyat üzerinde yarattığı güvenlik marjının büyük olduğu durumlarda, gelecekteki çeşitlemeler için şansını deneyebilir.

Sonraki bölümlerde, analitik tekniklerin uygulanması için somut örnekler vereceğiz. Ancak bunlar yalnız olayı tasvir için yapılacak. Okur konuyu ilginç bulursa bu yöntemleri derinlemesine ve sistematik olarak incelemek zorundadır. Bu inceleme sayesinde, herhangi bir menkul değer konusunda nihai bir al-sat kararını en iyi şekilde verebilir.

BÖLÜM

12

Hisse Başı Kârlar Hakkında Bilinmesi Gerekenler

Bu bölüm, okuyucuya verilecek iki öneriyle başlayacak. Bu önerilerin içerdiği kavramların çelişkili olması kaçınılmaz. İlk olarak: Tek bir yılın rakamlarına fazla önem vermeyin. İkinci: Eğer dikkatinizi kısa vadeli kârlara yöneltiyorsanız, hisse başı rakamların içerdiği bubi tuzaklarına dikkat edin. Eğer ilk uyarımıza uyulursa ikinci uyarıya gerek kalmaz. Ne var ki, çoğu yatırımcının uzun vadeli rakamlara ve olasılıklara bakıyor olmasını beklemek biraz fazla iyimserlik olur. Mali sektörde en yaygın olan çeyrek yıllık ve yıllık rakamlardır. Bizim uyarımızın da yatırımcının düşünce tarzını hemen değiştireceğini beklemek gerçekçi olmaz. Bu alanda biraz aydınlatıcı eğitim gerekiyor. Çünkü ortada birçok yanıltıcı unsur bulunmakta.

Bu bölüm yazılırken Aluminum Company of America (ALCOA)'nın 1970 gelir tabloları *Wall Street Journal*'da yayınlandı. Verilen ilk rakamlar şöyle:

	1970	1969
Hisse Başı Kâr(a)	5.20$	5.58$

Buradaki küçük "a", rapordaki bir dipnotta olağanüstü kalemlerden önceki "ön kazançlar" olarak açıklanmış. Buna ek olarak daha birçok dipnot var. Hatta dipnotların kapladığı alan asıl rakamların kapladığı alanın iki katı.

Sadece Aralık ayında biten çeyrek yıl için, 1970 "hisse başı kârı" 1.58$, 1969 rakamı ise 1.56$ olarak verilmiş.

ALCOA hisseleri ile ilgilenen bir yatırımcı veya spekülatör bu rakamları gördükten sonra kendisine "Fena değil. 1970'in alüminyumda bir duraklama yılı olduğunu biliyorum. Ama dördüncü çeyrek 1969 rakamlarını

iyileştirerek kârları yıllık 6.32$'a getirmiş. Hisse 62'den işlem görüyor. Buna göre fiyat/kazanç oranı 10'un altında. International Nickel, vs. ile karşılaştırılırsa hisse çok ucuz görünüyor." diyecektir.

Ama bu yatırımcı-spekülatör arkadaşımız tüm dipnotları okumak zahmetinde bulunmuş olsaydı, 1970 yılı için bir yerine *dört* adet hisse başı kâr rakamı olduğunun farkına varırdı:

	1970	1969
Ön kazançlar	5.20$	5.58$
Net gelir (olağanüstü kalemlerden sonra)	4.32$	5.58$
Tam sulandırılmış (olağanüstü kalemlerden önce)	5.01$	5.35$
Tam sulandırılmış (olağanüstü kalemlerden sonra)	4.19$	5.35$

Sadece dördüncü çeyrek için bile iki rakam verilmiş:

Ön kazançlar	1.58$	1.56$
Net gelir (olağanüstü kalemlerden sonra)	.70$	1.56$

Tüm bu ilâve kazanç rakamlarının anlamı ne? Hangisi yılın gerçek kazancı, hangisi Aralık ayında biten çeyreğin gerçek kazancı? Eğer son çeyreğinki 70 cent ise (olağanüstü kalemlerden sonra net gelir), o halde yıllık oranın 6.32$ yerine 2.80$ olması gerekirdi. Piyasa fiyatı olan 62 de fiyat/kazanç oranını 10 yerine 22 yapardı.

ALCOA'nın "gerçek kazancının" ne olduğu sorusunun bir kısmı kolayca cevaplanabilir. "Sulandırma"nın etkilerini yansıtmak üzere yapılan 5.20$'dan 5.01$'a olan indirim mantıklı. ALCOA'nın adi hisselere çevrilebilir büyük miktarda bir tahvil arzı bulunmakta. 1970 sonuçlarını baz alarak adi hisselerin kazanç gücünü hesaplamak için, bu tahvillerin eğer sahipleri için kârlı olacaklarsa değiştirme haklarının kullanılacağı varsayımından hareket etmek gerekir. ALCOA örneğinde söz konusu olan rakam büyük değil ve ayrıntılı bir yorum gerektirmiyor. Ama çoğu diğer durumda, değiştirme haklarının kullanımı ve hisse alımı varantlarının varlığı gibi durumlar göz önüne alınırsa ilk başta gözüken kârlar yarıya kadar, hatta daha fazla inebilir. 16. bölümde, gerçekten de büyük sulandırma faktörü örneklerinden bahsedeceğiz. (Mali hizmetler sektöründe, sulandırma faktörünün rapor ve analizler üzerindeki etkileri pek tutarlı bir şekilde aksettirilmiyor.)

Şimdi de "olağanüstü kalemler" konusuna dönelim. 18,800,000$ olarak verilen bu rakam veya hisse başı 88 cent pek de göz ardı edilecek bir rakam değil. Hiç göz önünde bulundurulmamalı mı, tam bir kâr indirimi olarak mı aksettirilmeli, yoksa biraz göz ardı edilip biraz tanınmalı mı? Tetikteki

bir yatırımcı kendisine, daha önceki yıllarda değil de neden 1970 yılından sonra bir "olağanüstü kalemler" furyası başladığını sorabilir. Burada devreye bir takım muhasebe oyunları mı girmiş? Yakından incelediğimizde, böyle kayıpların daha gerçekleşmeden önce tahakkuk ettirildikleri takdirde geçmiş veya gelecek "ön kazanç" rakamları üzerinde pek de olumsuz etkiler yapmadıklarını görüyoruz. Bazı aşırı durumlarda, biraz da hileli bir şekilde, gelecekteki kazançların olduklarından neredeyse iki misli daha fazla gösterilmesi amacıyla faydalanıldığını biliyoruz.

ALCOA'nın olağanüstü kalemlerine baktığımızda ilk yapılacak iş bunların nereden geldiğini belirlemek. Dipnotlar yeteri kadar ayrıntılı. İndirimler dört unsurdan kaynaklanıyor:

1. Yönetimin, üretim bölümlerinin kapatılmasından dolayı oluşacak maliyetleri tahmini.
2. ALCOA Casting Co.'nun fabrikalarının kapatılmasıyla oluşan maliyetlerin tahmini.
3. ALCOA Credit Co.'yu aşama aşama devreden çıkarmasıyla oluşacak maliyetlerin tahmini.
4. Alınmış bir "perde duvar" ihalesine ilişkin projenin tamamlanmasıyla ilgili 5.3 milyon dolarlık maliyet.

Tüm bu kalemler gelecek maliyet ve kayıpları baz alıyor. "Normal işletme sonuçlarının" birer parçası olmadıklarını söylemek kolay ama bu kalemler hangi hesaba ait olacak? Hiçbir yere girmeyecek kadar olağanüstü ve tekrarlanmayacak bir doğaya mı sahipler? ALCOA gibi yılda 1.5 milyar dolarlık iş yapan büyük bir kuruluşun birçok bölüm, departman ve yan kuruluşu bulunur. Bu bölümlerden bir veya birkaç tanesinin kayıp göstermesi veya kapatılması normal değil midir? Aynı şekilde, bir duvar ihalesi de böyle bir şirket için normal çizginin dışında mıdır? Bir bölümü zarar gösteren her şirket, bu zararı "olağanüstü kalem" ilan edip "ön kazançlarının" sadece işin kârlı kısımlarını yansıtması gibi parlak fikri uygulamaya soksaydı ne olurdu? Bu Kral VII. Edward'ın güneş saatinin sadece güneşli saatleri göstermesine benziyor.

Okur, ALCOA yöneticilerinin iki ustaca marifetine çok iyi dikkat etmelidir. Birincisi, şirket *gelecek kayıpları tahmin ederek* bu kayıpları belirli bir yıla tahsis etme gereğinden kaçıyor. O yılda gerçekleşmediği için 1970'e de konulamazlar. Gerçekleştikleri yıla da konmayacaklar, çünkü zaten kayda geçmiş bulunuyorlar. Çok güzel bir fikir, ama biraz yanıltıcı değil mi?

ALCOA dip notları bu kayıplardan dolayı elde edilecek vergi kazançlarından bahsetmiyor. (Bu tür raporların birçoğu sadece "vergi sonrası" etkilerin düşüldüğünü belirtir.) Eğer ALCOA rakamları vergi öncesi gerçekleşecek olan kayıpları temsil ediyorsa, o halde gelecek kârlar sadece bu ka-

yıpların yükünden kurtulmuş olmuyor, aynı zamanda neredeyse %50'ye varan vergi avantajlarından dolayı artıyor. Muhasebenin bu şekilde yapılacağı tezi pek inandırıcı değil. Ama, geçmişte büyük zararlar etmiş bazı şirketlerin normal vergileri düşmeden gelecek için kâr gösterebildikleri doğru. Bu şekilde, geçmiş başarısızlıkları dolayısıyla parlak kârlar gösterebilme paradoksu oluşuyor. (Geçmiş yılların zararları nedeniyle ortaya çıkan vergi indirimleri hali hazırda olağanüstü kalem olarak gösterilebiliyor, ama yakında nihai net gelir tutarına dahil olacaklar. Gelecek zararlar için kenara ayrılmış olan bir rezerv, eğer vergi indirimi yapılmışsa, ilerideki yıllarda net bir gelir artışı göstermeyecektir.)

Buradaki ikinci ustaca marifet de ALCOA ve diğer birçok şirketin, bu özel kalemleri göstermek için 1970 yıl sonunu seçmiş olmaları. 1970 yılında hisse senedi piyasası gerçek bir hırpalanmaya şahit oldu. Herkes, o yıl çoğu şirket için kötü bilançolar bekliyordu. Wall Street artık 1971, 1972 ve sonraki yılların daha iyi geçeceğini tahmin ediyordu. İşte tam böyle bir yılda mümkün olduğu kadar kötü haberi o yılın bilançosuna koymak ne kadar iyi bir fikir. Zaten herkesin zihninde o yıl defterden çıkarılmış ve geçmişe havale edilmiş. Bu belki de iyi muhasebecilik, iyi bir iş politikası veya iyi bir yönetim-hissedar ilişkisi. Ama bizim şüphelerimiz devam ediyor.

1970 sonlarında bu temizlik harekâtı dürtüsüyle başlatılan furyanın ürünleri, yıllık raporlarda doğal olarak bir takım tuhaf görüntüler arzeden dip notlarıydı. Okuyucu aşağıdaki gibi bazılarına bakarak bir hayli eğlenebilir. Adını açıklamak istediğimiz bir NYSE şirketinin "olağanüstü kalemlerinin" toplamı 2,357,000 dolara ulaşıyordu. Bu kalemlere şunlar kaynak gösterilmişti: "Spalding United Kingdom'un kapatılması; bir departmanın yeniden yapılanma masrafları; bir bebek pantolonu ve önlüğü üreten firmanın satışıyla ilgili maliyetler; bir İspanyol araba kiralama şirketinde olan hisselerin elden çıkarılması ve ski ayakkabıları üretim biriminin tasfiyesi."

Yıllar önce, kuvvetli şirketler *iyi yılların* kârlarından olası kötü yıllar için rezervler ayırırlardı. Bunun temelinde yatan neden, açıklanan kârların az çok eşitlenmesi ve şirket sicilindeki istikrar unsurunun daha iyileştirilmesiydi. İyi bir neden gibi görünüyor ama muhasebeciler, bu uygulama gerçek kârları yansıtmadığı için itiraz ettiler. Muhasebeciler, kârların, iyi veya kötü, oldukları gibi yansıtılmasını ve ortalamaların veya eşitlemelerin şirket tarafından değil hissedarlar ve analistler tarafından yapılmasını istiyorlardı. Şimdi bunun tam tersine şahit oluyoruz. Herkes her maliyeti o unutulmuş 1970'e koyarak 1971'e sadece temiz bir sayfayla başlamış olmakla kalmıyor, aynı zamanda gelecek yıllar için de olumlu rakamlar türetmiş oluyor.

Şimdi ilk sorumuza dönme zamanı geldi. Öyleyse, ALCOA'nın 1970 için gerçek kârı nedir? Doğru cevap "sulandırmadan" sonra 5.01$ eksi o

malum 82¢'lik olağanüstü kalemlerin gerçekten de 1970'e yazılabilecek kısmı. Ne var ki bu kısmın ne olabileceğini bilmediğimizden gerçek kârların tam olarak ne düzeyde bulunduğunu bilemiyoruz. Bu aşamada, yönetim ve denetçiler bize yol göstermek zorundaydılar. Ancak bu uyarı yapılmadı. Bunun da ötesinde, yönetim ve denetçiler bu mahsup işlemlerini, beş yıldan fazla olmamak kaydıyla birkaç yıla yaymalıydılar. Belli ki bunu da yapmayacaklar. Çünkü zaten düşülebilecek her kalemi, 1970 yılı kârlarından düşmüş olmaları işlerine geliyor.

Yatırımcı, yayınlanmış hisse başı kâr rakamlarını ne kadar ciddiye alıyorsa, rakamların sektör içinde diğer şirketlerinkiyle karşılaştırılabilme niteliğini kötü yönde etkileyecek olan muhasebe oyunlarına karşı da o derece dikkatli olmak zorundadır. Bu oyunların üç tanesinden bahsettik: kâr payı rakamlarına hiçbir zaman yansımayabilecek olan olağanüstü kalemler, geçmiş zararlar nedeniyle yapılan gelir vergisi indirimleri ve değiştirilebilir menkul kıymet veya varantlardan büyük tutarlar mevcutsa, kullanılabilecek "*sulandırma faktörü.*"[1] Yayınlanan kâr değerleri üzerinde son yıllarda etkili olan bir dördüncü kalem de amortisman yöntemi. Bu da "sabit amortisman" ile "gittikçe çoğalan (fevkalade) amortisman" arasında değişiyor. Burada fazla ayrıntıya girmek istemiyoruz. Ama güncel bir örnek verelim. Trane Co.'nun 1970 raporlarında hisse başı kârlarda 1969'a nazaran %20'lik bir artış görünüyordu (2.76$'dan 3.29$'a). Ne var ki bunun yarısı bir önceki yıl kullanılmış olan gittikçe çoğalan amortisman yönteminden, kârlar üzerinde daha az bir yükü bulunan sabit amortisman yöntemine dönüş nedeni ile ortaya çıkmıştı. (Şirket, gelir vergisi beyannamesinde gittikçe çoğalan yöntemi kullanmaya devam edecek ve dolayısıyla da farklar üzerindeki gelir vergisi ödemelerini erteleyecek.) Bazen önemli olabilen başka bir unsur da araştırma-geliştirme maliyetlerini harcama yapıldığı yıl düşmek ile birkaç yıl içinde amortize etmek arasındaki seçenek. Son olarak da, envanter değerlemesinde kullanılan FIFO (ilk giren ilk çıkar) ve LIFO (Son giren ilk çıkar) yöntemleri arasındaki seçenek de düşünülebilir.

Burada yapılacak basit bir yorum da, eğer söz konusu olan rakamlar ufaksa, yatırımcının bu muhasebe değişkenleriyle fazla vakit kaybetmemesi. Ama hepimiz gayet iyi biliyoruz ki Wall Street her şeyi şişirebilir. ALCOA raporunun *Wall Street Journal*'da yayınlanmasından iki gün önce, Dow Chemical'ın raporları hakkında bir yorum yapılmıştı. Dow'un 1969 kârlarına 21¢'lik bir kalem dahil edişi, birçok analistin kafasını karıştırmıştı. Oysa bu tutar, olağanüstü kalemler sınıfına alınabilirdi. Neydi bu kadar önemli olan? Belli ki, Dow Chemical'ın milyonlarca doları bulan toplam

1. Varant sulandırmasıyla ilgili yöntem tercihimizden daha sonra bahsedeceğiz. Varantların mevcut piyasa değerini, hisse senetlerinin mevcut piyasa değerlerine eklemeyi daha doğru buluyoruz.

değerlemesi, 1969 kârlarının 1968 üzerindeki yüzde artışına bağlıydı. Bu yüzde ya %9 ya da %4$^{1/2}$ idi. Bu bize saçma geliyor. Bir yılı içeren böyle küçük farkların, gelecekteki ortalama kârlılık veya büyüme oranı ile kuruluşun muhafazakâr ve gerçekçi değerlemesi üzerinde bir etkisi olmaması gerekir.

Bunun tam tersine, Ocak 1971'de yayınlanan başka bir yorumu ele alalım. Northwest Industries Inc.'in 1970 yılı raporunda 264 milyon dolarlık bir olağanüstü kalemi, masrafa atacağı yazılmıştı. Bu miktarın 200 milyon doları bir yan demiryolu kuruluşunun çalışanlara satılmasından dolayı (teklif halinde) ortaya çıkacak zararı, kalanı da kısa bir süre önce yapılan hisse geri alımlarını temsil ediyordu. Bu miktar, hisse başına sulandırma denkleştirmelerinden sonra 35$ zarara tekabül ediyordu ki o da mevcut piyasa fiyatının iki katıydı. Burada önümüzde çok önemli bir nokta var: Eğer satış gerçekleşir ve vergi kanunları da değişmezse, 1970 yılına yazılan bu kayıp, Northwest Industries'in ileride (gelecek beş yıl) yaklaşık 400 milyon dolar kâr etmesine ve bu kâr için de gelir vergisi ödememesine yol açacak. Öyleyse kurumun gerçek kârı nedir? Aslında ödemeyeceği %50'lik vergi hesaba katılmalı mı, yoksa katılmamalı mı? Bizim görüşümüzde uygun hesaplama yöntemi, tüm gelir vergisi yükümlülüğü göz önüne alınarak kârlılık gücüne bakmak ve bu tahmine göre de hisseye değer biçmektir. Bunun üzerine de, elde edilen gelir vergisi indiriminin hisse başına düşen önemli ama geçici değerini temsil eden bir prim eklenmelidir. (Olası bir büyük çapta sulandırma unsuru için de karşılık ayrılmalıdır. Aslında, değiştirilebilir tercihli hisse ve varantlar, eğer haklar kullanılırsa dolaşımda olan hisse senedi adedini ikiye katlayabilir.)

Bütün bunlar okuyucu için biraz karmaşık ve yorucu gelebilir. Kurumsal muhasebe çoğu zaman küçük hilelerle doludur. Menkul kıymet analizi de son derece karmaşık bir iştir. Hisselere biçilen değerlere nadiren güvenilir. Çoğu yatırımcı için belki de en iyisi ödediklerinin karşılığında iyi değeri satın aldıklarına dair kendilerini ikna etmeleri olacaktır.

Ortalama Kazançların Kullanımı

Eskiden analist ve yatırımcılar genellikle yedi ilâ on yıl olmak üzere, geriye dönük uzunca bir zaman süresi içindeki ortalama kazançlara çok dikkat ederlerdi. Bu "ortalama rakam" kârlılık çizgisinde ekonomik döngülerden dolayı ortaya çıkan tepe ve dipleri düzelttiği için faydalıydı ve aynı zamanda da sadece son yılın kârlarına bakılacağına, şirketin uzun bir dönem içindeki kârlılık potansiyeli hakkında daha iyi bir fikir veriyordu. Bu ortalama sürecinin önemli bir avantajı da hemen hemen tüm olağanüstü kalem ve krediler hakkında ne yapılacağı sorununa bir çözüm bulmasıydı. Çünkü bu yöntemde, bütün bu kayıp ve kazançlar şirketin işletme tarihini

oluşturuyor. Bunu ALCOA örneğine uygularsak, şirketin on yıllık (1961-1970) ortalama hisse başı kârı 3.62$, yedi yıllık (1964-1970) ortalama kârı ise 4.62$ olur. Eğer böyle rakamlar şirketin büyüme ve kârlılık istikrarı sıralamasına ilişkin rakamlarla birlikte kullanılırsa, gerçekten de şirketin geçmiş performansı için gayet aydınlatıcı bir bilgi vermiş olurlar.

Geçmiş Büyüme Oranının Hesaplanması

Bir şirketin sicilindeki büyüme unsurunun yeterli bir şekilde hesaba katılması çok önemlidir. Büyümenin hızlı olduğu zamanlarda en son kâr rakamları son yedi veya on yılın ortalamasının üstünde olacaktır ve analistler bu uzun vadeli rakamları göz ardı edeceklerdir. Oysa bu yaklaşım doğru değildir. Kazançlar hem ortalama hem de en son gerçekleşenler olarak da gösterilebilir. Biz büyüme oranının, son üç yılın ortalamasıyla, on yıl öncesine tekabül eden rakamların karşılaştırılmasıyla hesaplanması taraftarıyız. ("Olağanüstü kalem ve krediler" sorunu olduğunda bu sorun bir uzlaşma bazında halledilmelidir.) Tablo 12-1'de ALCOA'nın bu şekilde hesaplanan büyüme oranı Sears Roebuck ve DJIA'nınkiyle karşılaştırılıyor.

Tablo 12-1.

	ALCOA	*Sears Roebuck*	*DJIA*
Ortalama kâr 1968-1970	4.95$[a]	2.87$	55.40$
Ortalama kâr 1958-1960	2.08$	1.23$	31.49$
Büyüme oranı	%141.0	%134.0	%75.0
Yıllık oran (bileşik)	%9.0	%8.8	%5.7

[a] 1970 yılında 72¢ olarak verilen olağanüstü kalemlerin beşte üçü burada çıkarılmıştır.

Yorum: Buradaki birkaç rakam uzun bir tartışmanın konusunu oluşturabilir. Ama 1958-1970 arasındaki uzun bir dönem için gerçekleşen kâr büyüme oranını, en azından ayrıntılı matematiksel formüllerle bulunan diğerleri kadar iyi gösteriyor. Hisse senetlerine değer biçme süreci için merkezi önem taşıyan bu rakamlar ALCOA için ne kadar önemli? Bu şirketin geçmiş büyüme oranı, hayranlık duyulan Seras Roebuck ve DJIA'nınkinden çok daha yüksek. Ama 1971 başındaki piyasa fiyatı bunu pek dikkate

almamış. Bu tarihte, Sears'ın fiyat/kazanç oranı 27, DJIA'nınki 15 iken ALCOA'nınki $11^{1/2}$'de kalmış. Bu nasıl oluyor? Belli ki Wall Street bu olumlu geçmiş verilere rağmen ALCOA'nın gelecekteki kârlılığı üzerinde nispeten kötümser düşüncelere sahip. Başka bir şaşırtıcı gelişme ise ALCOA'nın ulaştığı en yüksek fiyatın ta 1959'da gerçekleşmiş olması. O yıl fiyat 116 idi ve bu da fiyat/kazanç oranını 45'e çıkarıyordu. (Buna karşılık Sears Roebuck'un en yüksek fiyatı $25^{1/2}$, F/K oranı da 20 idi.) Her ne kadar ALCOA'nın bundan sonraki performansı da mükemmel olmuş ise de, gelecek için tahminlerin piyasa fiyatına fazla şişirilerek yansıdığı görünüyor. Nitekim, 1970 yılında Sears'ın fiyatı üçe katlayıp DJIA %30 yükselirken ALCOA 1959 en yükseğinin yarısına indi.

Burada vurgulanması gereken bir başka nokta da ALCOA'nın kârlarının sermaye fonlarına olan oranının vasat düzeyde kaldığı ve hatta vasatın da altında olduğudur. Belki de fiyat bu unsur yüzünden düşük kalmıştır. Hisse senedi piyasalarında, yüksek fiyat/kazanç oranları ancak ortalama kârlılık devam ettirildiği müddetçe muhafaza edilebilir.

Bu aşamada ALCOA'ya bir önceki bölümde önerdiğimiz "iki kısımlı değerleme sürecini" uygulayalım. Böyle bir yaklaşım, DJIA'nın %10'u kadar, yani DJIA'nın 1970 sonu kapanış seviyesi olan 840'a nazaran hisse başı 84$ gibi bir "geçmiş performans değeri" üretebilirdi. Böyle bakıldığında, $57^{1/4}$'lük hisse fiyatı son derece cazip görünürdü.

Kıdemli bir analist, gelecekte öngördüğü olumsuz gelişmeleri hesaba katmak amacıyla bu "geçmiş performans değerinin" önemini ne kadar azaltabilirdi? Bu konuda hiçbir fikrimiz yok. 1971 kârlarının 2.50$'a kadar (DJIA'da beklenen yükselmeye karşılık, 1970 rakamlarından büyük bir düşüş) ineceğine dair geçerli nedenleri olduğunu varsayın. Hisse senedi piyasasının bunu ciddiye alması çok büyük bir olasılık ama bu durum bir zamanların dev Aluminum Company of America'sını kârlı olmayan bir kuruluş olarak sınıflandırıp maddi varlıklarının altında bir değer biçmesi için bir neden oluşturabilir mi? (1971 yılında defter değeri 55 iken, hisse fiyatı Mayıs ayında ulaştığı en yüksek fiyat olan 70'den Aralık ayında 36'ya düştü.)

ALCOA elbette sanayi sektörünü temsil eden devasa bir şirket, ama diğer çoğu büyük kuruluşla karşılaştırıldığında fiyat/kazanç oranı sicilinin olağanın dışında ve kimi zaman da çelişkili olduğu görüşündeyiz. Bu da değer biçme sürecinin tipik bir sanayi şirketine uygulanması hakkında bir önceki bölümde ifade ettiğimiz şüphelerimizi doğruluyor.

BÖLÜM

13

Dört Halka Açık Şirketin Karşılaştırması

Bu bölümde menkul kıymet analizinin nasıl işlediğine dair bir örnek vermek istiyoruz. New York Stock Exchange'den hemen hemen gelişigüzel biçimde, birbiri ardına sıralanmış dört şirket seçtik. Bunlar, ELTRA Corp. (Electric Autolite ve Mergenthaler Linotype şirketlerinin birleşmesi), Emerson Electric Co. (bir elektrik ürünleri üreticisi), Emery Air Freight (bir yurt içi kargo şirketi) ve Emhart Corp. (eskiden sadece şişeleme makineleri üreticisiydi, ama şimdi aynı zamanda inşaat malzemeleri de üreten bir şirket). Bu kuruluşlar arasında bazı genel benzerlikler var, ama asıl önemli olan aralarındaki farklılıklar. İncelemeyi ilginç kılmak için finansal ve faaliyet verilerinde biraz çeşitlilik olması da daha iyi.

Tablo 13-1'de, dört şirketin 1970 sonunda piyasada nerelerde işlem gördükleri ve faaliyetleri hakkında birkaç rakamı özetliyoruz. Daha sonra, bir yandan *performans* diğer yandan da *fiyat* ile ilgili kilit oranların ayrıntılarını veriyoruz. Performans formasyonlarının çeşitli yönlerinin nispî fiyat formasyonlarına nasıl uyup uymadıkları da yorum gerektiriyor. Son olarak, dört şirketi tekrar gözden geçirerek, muhafazakâr bir yatırımcının gereksinimleri açısından bazı karşılaştırma ve ilişkiler önereceğiz.

Bu dört şirket hakkındaki en çarpıcı gerçek, mevcut fiyat/kazanç oranlarının, faaliyet performansları ve finansal durumlarından çok daha farklı bir şekilde değişkenlik göstermesi. Bu şirketlerden ikisinin -ELTRA ve Emhart- fiyatları mütevazi bir şekilde 1968-1970 arasındaki ortalama kârların sırasıyla 9.7 ve 12 katıydı. Buna karşılık DJIA'nın fiyat/kazanç oranı 15.5 idi. Diğer ikisi -Emerson ve Emery- çok daha yüksek F/K oranlarına sahiptiler (31.5 ve 42.5). Böyle bir farkın bir nedeni olması gerek ve bu neden de bu şirketlerin, özellikle kargo şirketinin, çok daha hızlı büyümelerinde yatıyor. (Diğer iki şirketin büyüme oranları da yabana atılır seviyelerde değil.)

Tablo 13-1. Dört Halka Açık Şirketin Bir Karşılaştırması

	ELTRA	*Emerson Electric*	*Emery Air Freight*	*Emhart Corp.*
A. Kapitalizasyon				
Hisse Fiyatı, 31 Aralık 1970	27	66	57 3/4	32 3/4
Hisse Sayısı	7,714,000	24,884,000[a]	3,807,000	4,932,000
Piyasa Değeri	208,300,000$	1,640,000,000$	220,000,000$	160,000,000$
Tahvil ve Tercihli Hisseler	8,000,000	42,000,000		9,200,000
Toplam Kapitalizasyon	261,300,000	1,682,000,000	220,000,000	169,200,000
B. Gelir Kalemleri				
Satışlar, 1970	454,000,000$	657,000,000$	108,000,000$	227,000,000$
Net Gelir, 1970	20,773,000	54,600,000	5,679,000	13,551,000
Hisse Başı kâr, 1970	2.70$	2.30$	1.49$	2.75$[b]
Hisse Başı kâr, 1968-1970 ort.	2.78	2.10	1.28	2.81
Hisse Başı kâr, 1963-1965 ort.	1.54	1.06	.54	2.46
Hisse Başı kâr, 1958-1960 ort.	.54	.57	.17	1.21
Mevcut kâr Payı	1.20	1.16	1.00	1.20
C. Bilanço Kalemleri				
Cari Aktifler	205,500,000$	307,000,000$	20,400,000$	121,000,000$
Cari Pasifler	71,000,000	72,000,000	11,800,000	34,800,000
Hisse İçin Net Aktifler	207,000,000	257,000,000	15,200,000	133,000,000
Hisse Başı Defter Değeri	27.05$	10.34$	3.96$	27.02$

[a] tercihli hisselerin çevrildiğini varsayıyor.
[b] 13 cent'lik olağanüstü kalemlerden sonra.

Daha kapsamlı bir yaklaşım için, verdiğimiz rakamlardaki ana performans unsurlarına kısaca bir göz atalım.

1. *Kârlılık.* (a) Hepsinin kârları defter değerlerine göre memnun edici, ama Emerson ve Emery'ninkiler diğerlerinden çok daha yüksek. Hisse başı kârlardaki yüksek yıllık büyüme oranına, genellikle yüksek ödenmiş sermaye getirileri eşlik eder. Emery hariç diğer şirketlerin, 1969 yılındaki defter değeri üzerindeki kârları 1961'dakinden daha iyiydi. Ama Emery'nin değerleri her iki yıl için de çok yüksekti. (b) Üretim yapan şirketler için, her bir dolarlık satış başına elde edilen kâr nispî kuvvet veya zayıflığın bir göstergesidir. Biz burada, Standard&Poor's Listed Stock Reports'daki (Halka Açık Şirketlerin Raporları) gibi "işletme gelirlerinin satışlara olan oranını" kullanıyoruz. Burada da her şirketin sonuçları iyi, ama en güzel olanı Emerson. 1961-1969 arasındaki değişiklikler şirketler arasında çok çeşitlilik gösteriyor.

2. *İstikrar.* Bunu, hisse başı kârlarda son on yıldaki her hangi bir yılda görülen en büyük düşüş ile ondan önceki üç yılın ortalamasını karşılaştırarak ölçüyoruz. Düşüş gösteren hiçbir şirkete istikrarlı diyemeyiz ve nitekim iki şirketin kârında azalma görülmüş. Ama kötü bir yıl olan 1970 yı-

Tablo 13-2. Dört Halka Açık Şirketin Bir Karşılaştırması

	ELTRA	*Emerson Electric*	*Emery Air Freight*	*Emhart Corp.*
B. Oranlar				
Fiyat/kazanç, 1970	10.0 x	30.0 x	38.5 x	11.9 x
Fiyat/kazanç, 1968-1970	9.7 x	33.0 x	45.0 x	11.7 x
Fiyat/defter değeri	1.00 x	6.37 x	14.3 x	1.22 x
Net/satışlar, 1970	%4.6	%8.5	%5.4	%5.7
Hisse başı net/defter değeri	%10.0	%22.2	%34.5	%10.2
Kâr payı getirisi	%4.45	%1.78	%1.76	%3.65
Cari aktifler/cari pasifler	2.9 x	4.3 x	1.7 x	3.4 x
İşletme sermayesi/borç	çok fazla	5.6 x	Borçsuz	3.4 x
Hisse başı kâr büyümesi:				
1968-1970 v 1963-1965	+ %81	+ %87	+ %135	+ % 14
1968-1970 v 1958-1970	+ %400	+ %250	çok fazla	+ % 132
C. Fiyat Oynamaları				
1936-1968 En düşük	3/4	1	1/8	3 5/8
En yüksek	50 3/4	61 1/2	66	58 1/4
1970 En düşük	18 5/8	42 1/8	41	23 1/2
1971 En yüksek	29 3/8	78 3/4	72	44 3/8

lında bile, ELTRA ve Emhart'm küçülme oranları %8 gibi ılımlı bir seviyede gerçekleşmiş. O yıl DJIA'nın oranı %7 gerilemişti.

3. *Büyüme.* Fiyat/kazanç oranları daha düşük olan iki şirket düşük sayılmayacak oranlarda büyüdü ve Dow Jones'dan daha iyi performans gösterdi. Düşük fiyat/kazanç oranı göz önüne alınırsa, özellikle ELTRA'nın rakamları son derece etkileyici. Yüksek F/K oranlı iki şirketin büyüme oranları elbette daha etkileyici.

4. *Finansal Konum.* Cari aktifler 2$, cari pasifler 1$ gibi standart bir orandan daha iyi oranlara sahip olan üç üretici şirketin finansal konumu sağlam. Emery Air Freight'in daha düşük oranı var, ama o başka bir sınıfa giriyor ve bu iyi siciliyle para bulmakta güçlük çekmeyecektir. Şirketlerin tümünün nispeten uzun vadeli borçları var. "Sulandırma" notu: Emerson Electric'in 1970 sonunda tedavüldeki düşük kâr paylı, çevrilebilir tercihli hisselerden oluşan 163 milyon dolarlık bir piyasa değeri var. Biz analizimizde, sulandırma unsurunu her zamanki gibi, tercihli hisseler, adi hisselere çevrilmiş gibi ele aldık. Bu son hesaplama, kârları %4 düşürerek hisse başı 10 sente indirdi.

5. *Kâr Payları.* Asıl önemli olan şirketin geçmişte kesintisiz olarak kâr payı ödemiş olması. Burada en iyi sicil Emhart'ın. 1902'den beri sürekli kâr payı ödemiş. ELTRA'nınki de çok iyi. Emerson da epey iyi performans göstermiş. Emery Freight henüz yeni bir şirket. Kâr payı oranlarındaki çeşitlilik pek önemli bir derecede görünmüyor. Fiyat/kazanç oranlarına göre "pahalı olan çiftin" mevcut kâr payı getirisi, "ucuz olan çiftten" iki misli daha fazla.

6. *Fiyat Oynamaları.* Son 34 yılın en düşük seviyesi ile en yüksek seviyesi arasındaki fark ölçü olarak alınırsa, okur dört şirketin de gösterdiği yüzde artıştan etkilenecektir. (Bütün hepsi için bölünmeler dikkate alınmıştır.) Ele alınan dönemde DJIA'nın en yükseği, en düşüğünün 11 katıydı. En yükseklerin en düşüklere oranları 17 (Emhart) ilâ 528 (Emery Air Freight) arasında değişmiş. Bu müthiş katlanmalar eski hisselerin en büyük özelliklerinden biridir ve geçmişin hisse senedi piyasasında ne gibi fırsatlar yaşandığını gösterir. (Bunlar aynı zamanda 1950 öncesi ayı piyasalarında satışların ne kadar şişirildiğini de gösteriyor.) 1969-70 ayı piyasasında hem Eltra hem de Emhart hisselerinin değeri, %50'den fazla düşüş göstermiş. Emerson ve Emery de o kadar büyük olmasa da ciddi oranlarda düşmüşler. Fakat, Emerson tarihinin en yükseğini bu dönemden hemen sonra 1970'de, Emery de 1971 yılında gerçekleştirmiş.

Dört Şirket Üzerinde Genel Gözlemler

Emerson Electric'in toplam piyasa değeri diğer üçünün toplamından çok daha yüksek. Daha sonra bahsedeceğimiz gayrimaddi değer devlerimiz-

den bir tanesi. İyi bir hafıza ile ödüllendirilmiş (veya cezalandırılmış) bir analistin aklına hemen Emerson Electric ile Zenith Radio arasındaki benzerlik gelecektir ve bu pek hoşa gitmeyecektir. Çünkü, Zenith de birçok yıl çok iyi bir büyüme göstermiş ve piyasa değeri 1966'da 1.7 milyar dolara ulaşmış. Ne var ki, 1970 yılında kârları 43 milyon dolara, yani 1968 kârlarının yarısına inmiş. Daha o sonra o yılın büyük satış furyasında , fiyatı daha önce yaptığı tepe olan 89'dan $22^{1/2}$'ye inmiş. Değeri yüksek biçilmiş hisselerin riski de yüksek olur tabii.

Emery Air Freight, en yüksek kârlarının neredeyse 40 katına yaklaşan bir fiyat/kazanç oranının bir kısmı bile haklı çıksa, gelecek büyüme olasılıkları açısından dört şirket arasında en çok umut vaat eden şirket. Elbette geçmiş performansı da son derece etkileyici. Ama 1958 yılında sadece 570,000$'lık net kâr gibi küçük bir rakamla işe başladıkları göz önüne alınırsa, bu rakamlar gelecek için pek de önemli değil. İş hacmi ve kârlar büyük meblağlara ulaştıktan sonra aynı büyüme hızını tutturabilmek bir hayli güçleşir. Emery hikâyesinin en şaşırtıcı yanı, yurt içi hava yolculuğu sektörünün en kötü yılı olan 1970'de şirketin hem kârları hem de hisse fiyatı aynı tempoda büyümeye devam etmiş. Bu elbette müthiş bir başarı ama ileride artan rekabet koşullarında ve hava yollarıyla kargo şirketleri arasında, uygulamaya konulacak yeni ayarlamalar gibi olumsuz gelişmeler sonucunda kârların etkilenip etkilenmeyeceği sorusu her zaman gündemde olacak. Bu konular enine boyuna iyice incelenmeden bir karara varmamak gerek. Muhafazakâr bir yatırımcı bu tür noktaları göz önünden kaçırmamalı.

Emhart ve ELTRA. Emhart'ın son 14 yıl süresince işleri, hisse senedi piyasasındaki performansından çok daha iyi geçmiş. 1958 yılında fiyat/kazanç oranı 22'ye kadar yükselmiş, neredeyse DJIA'nınki kadar. Bundan sonra kârları üçe katlamış. Halbuki DJIA'nın artışı ancak %100 olmuş. Ancak 1970 sonundaki kapanış fiyatı, 1958'de ulaşılan en yüksek fiyatların üçte biri. Oysa bu ayı piyasasında DJIA %57 düşmüş. ELTRA'nın performansı da hemen hemen aynı. Bugünkü piyasada bu şirketlerden hiçbirinin fazla bir cazibesi yok ama istatistiklere bakıldığında her ikisi de şaşırtıcı bir şekilde parlak görünüyor. Bunlar gelecekte ne vaat ediyor? Pek bilgece bir yorumumuz yok, ama 1971 yılında Standard&Poor's bu dört şirket için şunları söylüyordu:

> ELTRA - "Uzun vadede bazı faaliyetleri dönemsellik gösterecektir, ama yerleşmiş ve nispeten kuvvetli bir rekabet konumu var ve çeşitleme unsuru da olumlu."
>
> Emerson Electric - "Mevcut koşullarda fiyatı normal olsa da (71), uzun vade için cazip. . . . Devam edecek olan bir şirket satın alma politikası, sanayi sektöründe kuvvetli bir konum ve hızlandırılmış bir ulus-

lararası program, satış ve kârların artmaya devam edeceğini gösteriyor."

Emery Air Freight - "Mevcut koşullarda hissenin fiyatı pek de düşük değil (57) ama uzun vadede tutup beklemeye değer."

Emhart - "Kârlar, bu yıl her ne kadar cam kaplar sektöründeki düşük sermaye harcamalarıyla kısıtlı kalmış olsa da, 1972'de iyileşecek olan ekonomik koşullarda iyileşmesi gerek. Bugünkü fiyatı 34 olan hisseleri tutmaya değer."

Sonuçlar: Birçok finansal analist, Emerson ve Emery'yi diğerlerinden daha cazip bulacaktır. Bunun ilk nedeni, belki de piyasada daha iyi hareket etmiş olmaları ve ikincisi de kârlarının daha hızlı büyümüş olmasıdır. Bizim muhafazakâr yatırım ilkelerimiz dahilinde, bunlardan birincisi yatırım için pek geçerli bir neden değil. Bu ancak spekülatörlerin oynaması için bir unsur olabilir. İkincisinin belli sınırlar dahilinde bir miktar geçerliliği var. Emery Air Freight'in geçmiş performansı ve geleceği için güzel şeyler vaat ediyor olması, 60 gibi yüksek bir fiyat/kazanç oranını haklı çıkartabilir mi?[1] Cevabımız şu olacaktır: Bu şirketin ileride neler vaat ettiği hakkında ayrıntılı bir inceleme yapıp da olağanüstü sağlam ve iyimser sonuçlara varmış bir kişi için evet olabilir. Ama, hisse senedi piyasasında gösterilmiş iyi bir kâr performansı konsunda hemen çoşku içine girmek gibi tipik bir Wall Street hatasına düşmediğinden emin olmak isteyen dikkatli bir yatırımcı içinse, hayır. Emerson Electric için de aynı uyarı yapılmalı. Burada özellikle dikkat edilmesi gereken nokta, piyasanın şirketin maddi olmayan varlıklarına veya ileride kâr etme potansiyeline bir milyar dolardan fazla değer biçmiş olması. Bir zamanların yıldız sektörü olan "elektrik sektörünün" artık genel olarak kötü günler içinde bulunduğunu da unutmamak gerek. Emerson olağanüstü bir istisna ama 1970 sonu kapanış fiyatını haklı çıkartacak kadar iyi bir performans göstermesi için daha birçok yıl istisnai bir şirket olmaya devam etmesi gerek.

Halbuki ELTRA'nın F/K oranı 27, Emhart'ınki ise 33. Bu seviyelerde her iki şirketin de hisse fiyatının arkasında makul derecede korunmalı bir yatırım teşkil edecek kadar değer yatıyor. Burada yatırımcı istediği takdirde kendisini, bu şirketlerin ortağı olarak görebilir. Ödenmiş sermaye üzerinde elde edilen kârların oranı, kârlılık istikrarı ve geçmiş büyüme hızı, bunların hepsi gayet memnun edici seviyelerde. Her iki şirket de, muhafazakâr bir yatırımcının portföyü için seçeceği şirketlere uyguladığımız yedi istatistiksel koşula uyuyor. Bu koşulları gelecek bölümde işleyeceğiz ama burada da bir özetini yapalım:

1. Mart 1972'de, Emery'nin fiyat/kazanç oranı 64 idi!

1. Yeterli miktarda büyüklük.
2. Yeterli mali kuvvet.
3. En azından son 20 yıl boyunca kesintisiz kâr payı ödemiş olmak.
4. Son on yılda zarar göstermemiş olmak.
5. Hisse başı kârların son on yılda en azından üçte bir büyüme göstermiş olması.
6. Hisse senedi fiyatının, net aktif değerinin $1^{1/2}$ katından daha fazla olmaması.
7. Hisse senedi fiyatının, son üç yılın ortalama kazançlarının 15 katından daha fazla olmaması.

ELTRA ve Emhart'ın gelecekte gösterebilecekleri kâr performansına dair bir yorum yapmıyoruz. Yatırımcının çeşitlemeli bir portföyünde mutlaka birkaç düş kırıklığı yaratan kağıt bulunur ve yukarıdaki şirketlerden biri veya ikisi de kötü performans gösterebilir. Ama yukarıdaki seçim ilkelerini uygulayarak ve yatırımcının kullanacağı herhangi bir veya birkaç makul seçim kriterine göre seçilmiş çeşitlemeli bir portföy, uzun vadede her zaman iyi performans gösterecektir. Bunu bize en azından uzun yıllara dayanan deneyimimiz söylüyor.

Son bir izlenim: Deneyimli bir menkul kıymet analisti, bu dört şirket hakkında yaptığımız genel yorumları kabul etmiş olsaydı bile, 1970 sonunda elinde Emerson ve Emery'yi tutan bir yatırımcıya, ona böyle bir önerinin arkasında yatan felsefeyi açıkça anlatmadığı müddetçe, elindekileri satıp ELTRA ve Emhart'a dönmesini öneremezdi. Kısa vadede, düşük F/K oranlı çiftin yüksek oranlı çiftten daha iyi performans göstereceğine dair hiçbir işaret yoktu. Yüksek oranlı çift, piyasada gayet kuvvetli görülüyordu ve arkalarındaki mevcut tempoyla sonsuza kadar da aynı performansı göstermeleri bekleniyordu. Yatırımcının ELTRA ve Emhart'ı, Emerson ve Emery'ye tercih etmesinin ana nedeni değerin, cazibeye tercih edilmesidir. Bu yüzden, hisse senedine yatırım yapma politikasının, büyük ölçüde yatırımcının edindiği tutuma bağlı olduğunu görüyoruz. Bu yaklaşımı gelecek bölümde ayrıntıları ile işleyeceğiz.

BÖLÜM

14

Savunmacı Yatırımcı için Hisse Senedi Seçimi

Artık sıra menkul kıymet analizinin daha kapsamlı uygulamalarına geldi. Her iki tip yatırımcı için önerilen yatırım politikalarına uygun yatırım analizleri, bu bölümün ve sonraki bölümün konusu olacak. Önerilerimize uyan savunmacı yatırımcı, sadece yüksek kaliteli tahviller ve çeşitlemeli bir liste oluşturan hisse senetleri alacaktır. Yatırımcı, uygun standartlarla ölçüldüklerinde fiyatları aşırı şişmiş hisselerden uzak durduğundan emin olarak işe başlamalıdır.

Bu çeşitlemeli listeyi oluştururken iki yaklaşımdan birini kullanma seçeneği vardır: DJIA tipi portföy veya sayısal olarak test edilmiş portföy. Birincisinde, tüm önder hisselerin bir kesitini satın almış olur. Bu seçenek, hem yüksek fiyat/kazanç oranlarında satılan gözde büyüme hisselerini, hem de daha az popüler olan daha ucuz hisseleri içerir. Bu yaklaşım Dow Jones Sanayi Endeksi'nin (DJIA) içerdiği hisselerden aynı miktarlarda alınarak uygulanabilir. DJIA 900 seviyesindeyken her birinden onar hisse almanın maliyeti 16,000$ olacaktır.[1] Geçmiş verilere bakarak, birkaç temsili yatırım fonunun hisselerini alarak da gelecekte yaklaşık aynı sonuçları almayı bekleyebilir.

Yatırımcının ikinci seçeneği, her bir alıma bir dizi standartlar uygulamaktır. Böylece (1) şirketin geçmiş performansı ve mevcut mali durumunda bir minimum kalite standardına ulaşıldığından ve (2) hisse başına düşen kârlar ve aktifler açısından asgari düzeyde bir nicelik elde edildiğinden emin olabiliriz. Bir önceki bölümün kapanışında, hisse senedi seçimi için önerilen bu tür yedi adet nitelik ve nicelik kriteri sıralamıştık. Onları sırasıyla tanımlayalım.

1. Yıllarca uygulanmış çok sayıdaki bölünmeden sonra, DJIA listesinin 1972 başındaki ortalama fiyatı 53$'dı.

1. Yeterli Ölçüde Büyüklük

Özellikle bir kuruluşun büyüklüğü ele alındığında verdiğimiz rakamlar keyfî olarak seçildi. Buradaki amaç, özellikle sanayi sektöründeki dalgalanmalardan ortalamaların üzerinde etkilenebilecek olan küçük şirketleri devre dışı bırakmaktır. (Böyle şirketler genellikle çok kârlı fırsatlar yaratabilir. Ancak bu alan bizim savunmacı yatırımcımız için uygun değildir.) Yuvarlak rakamlar kullanalım: Bir sanayi şirketi için en az 100 milyon dolarlık satışları olan ve kamu hizmetleri şirketleri için de en az 50 milyon dolarlık toplam aktiflere sahip olan şirketleri "yeterli ölçüde büyük" sayabiliriz..

2. Yeterli Mali Kuvvet

Sanayi şirketleri için cari aktifler, cari pasiflerin en az iki katı olmalıdır. (ikiye-bir cari oranı). Buna ek olarak, uzun vadeli borçlar net cari aktiflerden veya "işletme sermayesinden" daha fazla olmamalıdır. Kamu hizmetleri şirketleri için, borç miktarı, özvarlıkların (defter değeri) iki katını geçmemelidir.

3. Kârlılık İstikrarı

Şirket son 10 yılın her birinde kâr göstermiş olmalıdır.

4. Kâr Payı Dağıtma Sicili

Son 20 yılda kesintisiz olarak her yıl kâr payı dağıtımı yapan şirketler seçilmelidir.

5. Kârlılık Büyümesi

Son on yılda, baştaki ve sondaki üç yılın ortalamalarını kullanarak, hisse başı kârlarda en az üçte bir büyüme göstermiş olma şartı aranmalıdır.

6. Ilımlı Bir Fiyat/Kazanç Oranı

Mevcut fiyat, son üç yılın ortalama kârlarının 15 katından fazla olmamalıdır.

7. Ilımlı Bir Fiyat/Aktifler Oranı

Mevcut fiyat, son açıklanan defter değerinin $1^{1/2}$ katından fazla olmamalıdır. Ancak 15'ten az bir F/K oranı olan bir şirket daha fazla bir fiyat/aktifler oranına sahip bulunabilir. Genel kural olarak, fiyat/kazanç oranı ile fiyat/defter değeri oranının çarpımının 22.5'i geçmemesi gerekir. (Bu sayı, 15'lik bir fiyat/kazanç oranı ve $1^{1/2}$'lik bir defter değeri oranına tekabül eder. Örneğin, F/K oranı 9, fiyat/defter değeri oranı 2.5 olan bir şirket de bu kritere uygun sayılabilir.)

GENEL YORUMLAR: Bu kurallar özellikle savunmacı yatırımcının gereksinim ve davranış biçimlerine göre geliştirilmiştir. Bu şekilde, portföy için aday olabilecek birçok hisse senedi elimine olacaktır. İlk başta, (1) çok küçük, (2) nispeten daha zayıf mali yapısı olan, (3) son yıl içinde zarar eden ve (4) kesintili olarak kâr payı ödeyen şirketler devre dışı kalacaktır. Bu testlerin arasında en ciddisi, şirketin mali kuvvetiyle ilgili olanıdır. Büyük, kuvvetli ve yerleşik şirketler arasında hatırı sayılı bir bölümünün, son yıllarda cari oranlarında bir zayıflama ve borçlarda bir artma gösterdiğini hatırda tutmak gerekir.

Hisse fiyatındaki her bir dolar başına daha fazla kâr ve daha fazla aktif gerektiren son iki kriterimiz de ters yönde işler. Bu konuda her analist aynı görüşte değildir. Bazı analistler, yatırımcının elit şirketler için primli fiyatlar ödemesinde bir sakınca görmez. Daha önce biz bu görüşte olmadığımızı açıklamıştık. Biz, fiyatın gerektiğinden daha büyük bir bölümünün, gelecekte devamlı artması gereken kârlara bağlı kaldığı durumlarda, yeterli güvencenin bulunmadığını düşünüyoruz. Okur, tüm görüş ve kriterleri kendi mantığında tarttıktan sonra, bu konudaki doğru cevabı kendisi bulabilir.

Kriterler içinde son on yılda mütevazi bir büyüme oranına sahip olma koşulu da var. Büyüme olmadığında her şirketin durumu, en azından ödenmiş sermayenin her bir doları başına kar tutarı açısından, daha kötüye gider. Düşük fiyatlar o şirketi bir kelepir haline getirse bile savunmacı yatırımcının bu şirketleri alması için geçerli bir neden yoktur.

Fiyat/kazanç oranının 15'ten fazla olmamasını öneren kural, ortalama oranı 12 veya 13 olan bir portföy oluşmasına neden olabilir. Şubat 1972'de, American Tel.&Tel. son üç yılın (ve son yılın) kârlarının 13, Standard Oil of California da 10 misli fiyatta işlem görüyordu. Temel önerimiz, bir portföyün toplam kazanç/fiyat oranının (fiyat/kazanç oranının tersi) en azından iyi kaliteli tahvillerin oranı kadar olmasıdır. Bu da, %7.5 olan AA notlu bir tahvil faizine karşılık, 13.3'ü geçmeyen bir F/K oranı anlamına gelir.

Kriterlerimizin 1970 Sonunda DJIA'ya Uygulanması

1970 yılı sonunda tüm DJIA kağıtları önerilen kriterlere uydu. Ama bunlardan iki tanesi koşulları ancak ucundan yakalayabildi. Tablo 14-1 ve 14-

2'de her şirkete ait temel veriler sıralanıyor. Aşağıda da 1970 yılının kapanış fiyatları baz alınarak hazırlanmış araştırma sonuçları var:

1. Tüm şirketlerin büyüklüğü yeterli düzeyin üstünde.
2. Mali kuvvet *toplam* olarak yeterli, ama her şirket için değil.[2]
3. Her şirket 1940 yılından beri en azından bir miktar kâr payı ödemiş. Bunlardan beş tanesinin kâr payı sicili geçen yüzyıla kadar uzanıyor.
4. Toplam kârlılık son on yılda gayet istikrarlı. Refah dönemi olan 1961-69 yılları arasında hiçbir şirket zarar göstermemiş. Ama Chrysler'ın 1970 yılında zararı var.
5. Toplam büyüme oranı (birbirinden on yıl uzakta iki üç yıllık ortalamanın karşılaştırması) %77, yani yılda %6. Ancak beş şirket gereken üçte birlik büyümeyi gösterememiş.
6. Yıl sonu fiyatının üç yıllık ortalama kârlara olan oranı 839'a 55.5$ (yani 15'e 1). Tam istediğimiz sınırda.
7. Fiyatın net aktif değerine olan oranı 839'a 562. Bu da tam önerdiğimiz $1^{1/2}$'ye 1 oranı.

Ne var ki, aynı yedi kriteri her bir şirkete tek tek uygularsak, ancak beş tanesi *tüm* kriterlerden geçer not alabilecektir. Bunlar: American Can, American Tel.&Tel., Anaconda, Swift ve Woolworth. Bu beşinin toplam verileri, Tablo 14-3'de verildi. Doğal olarak, bunların istatistiksel performansı, geçmiş büyüme oranı dışında, DJIA'nınkinden çok daha iyi.[3]

Bu seçkin sanayi şirketleri grubuna özel kriterler uygulamamız, tüm sanayi şirketleri arasında ancak küçük bir yüzdenin tüm kriterlere uyabileceğini gösteriyor. Cesur bir tahminde bulunacak olursak, 1970 sonunda Standard&Poor's *Stock Guide*'da bu tür hisselerden ancak 100 kadarı bulunacaktır ki bu rakam da yatırımcı için yeteri kadar geniş bir kişisel seçim yelpazesi oluşturur.

Kamu Hizmetleri Hisseleri "Çözümü"

Şimdi de dikkatimizi kamu hizmetleri sektörüne çevirirsek, yatırımcı için çok daha rahat ve cazip bir durumla karşılaşırız. Buradaki kağıtların çoğunluğu, geçmiş performansları ve fiyat oranları ile sanki savunmacı yatırımcımız için biçilmiş kaftan gibidir. Kamu hizmetleri kağıtları için seçim

2. 1960 yılında, 29 sanayi şirketinin sadece ikisi, ikiye bir olması gereken cari aktifler/cari pasifler oranını yakalayamadı. Yine sadece ikisinin net cari aktifleri borçlarının altında kaldı. Aralık 1970'e gelindiğinde, her bir kategorideki sayı 2'den 12'ye çıkmış.
3. Ancak bu şirketlerin Aralık 1970 ilâ 1972 başı arasındaki toplam piyasa hareketinin DJIA'nınkinden daha kötü olduğuna da dikkat edin. Bu durum, hiçbir sistem veya formülün süper sonuçları garanti edemeyeceğini gösteriyor. Bizim kriterlerimiz, ancak portföy sahibinin parasının karşılığını alacağını "garanti" edebilir.

Tablo 14-1. Dow Jones Sanayi Endeksi'ndeki (DJIA) 30 Şirket Hakkında Temel Veriler, 30 Eylül 1971

	Fiyat 30 Eylül 1971	*Hisse Başı Kâr*[a] 30 Eylül 1971	Ort. 1968-70	Ort. 1958-60	Kâr Payı Ödeme Başlangıcı	Net Akti Değeri	Mevcut Kâr Payı
Allied Chemical	32 1/2	1.40	1.82	2.14	1887	26.02	1.20
Aluminum Co.of Am.	45 1/2	4.25	5.18	2.08	1939	55.01	1.80
American Brands	43 1/2	4.32	3.69	2.24	1905	13.46	2.10
American Tel.&Tel.	33	2.68	3.76	2.42	1923	40.01	2.20
American Can	43	4.03	3.91	2.52	1881	45.47	2.60
Anaconda	15	2.06	3.90	2.17	1936	54.28	Yok
Bethlehem Steel	25 1/2	2.64	3.05	2.62	1939	44.62	1.20
Chrysler	28 1/2	1.05	2.72	(0.13)	1926	42.40	0.60
DuPont	154	6.31	7.32	8.09	1904	55.22	5.00
Eastman Kodak	87	2.45	2.44	0.72	1902	13.70	1.32
General Electric	61	2.63	1.78	1.37	1899	14.92	1.40
General Foods	34	2.34	2.23	1.13	1922	14.13	1.40
General Motors	83	3.33	4.69	2.94	1915	33.39	3.40
Goodyear	33 1/2	2.11	2.01	1.04	1937	18.49	0.85
International Harvester	28 1/2	1.16	2.30	1.87	1910	42.06	1.40
International Nickel	31	2.27	2.10	0.94	1934	14.53	1.00
International Paper	33	1.46	2.22	1.76	1946	23.68	1.50
Johns-Manville	39	2.02	2.33	1.62	1935	24.51	1.20
Owens-Illinois	52	3.89	3.69	2.24	1907	43.75	1.35
Procter&Gamble	71	2.91	2.33	1.02	1891	15.41	1.50
Sears Roebuck	68 1/2	3.19	2.87	1.17	1935	23.97	1.55
Standard Oil of Calif.	56	5.78	5.35	3.17	1912	54.79	2.80
Standard Oil of N.J.	72	6.51	5.88	2.90	1882	48.95	3.90
Swift&Co.	42	2.56	1.66	1.33	1934	26.74	0.70
Texaco	32	3.24	2.96	1.34	1903	23.06	1.60
Union Carbide	43 1/2	2.59	2.76	2.52	1918	29.64	2.00
United Aircraft	30 1/2	3.13	4.35	2.79	1936	47.00	1.80
U.S. Steel	29 1/2	3.53	3.81	4.85	1940	65.54	1.60
Westinghouse	96 1/2	3.26	3.44	2.26	1935	33.67	1.80
Woolworth	49	2.47	2.38	1.35	1912	25.47	1.20

[a] Kâr payı ve bölünmelere göre ayarlı

Tablo 14-2. DJIA Hisselerinin Önemli Oranları, 30 Eylül 1971

	F/K Oranı Eylül 1971	F/K Oranı 1968-1970	Cari Kâr Payı Getirisi	Kâr Büyümesi 1968-1970 v 1958-1960	Cari Aktifler/ Cari Pasifler[a]	Net Cari Aktifler/Borç[b]	Fiyat/Net Varlık Değeri
Allied Chemical	18.3 x	18.0 x	%3.7	(- %15.0)	2.1 x	%74	%125
Aluminum Co.of Am.	10.7	8.8	4.0	%149.0	2.7	51	84
American Brands	10.1	11.8	5.1	64.7	2.1	138	282
American Tel.&Tel.	12.4	8.9	6.6	52.5	2.1	91	83
American Can	10.8	11.0	6.0	55.2	1.1	- [c]	94
Anaconda	5.7	3.9	-	80.0	2.9	80	28
Bethlehem Steel	12.4	8.1	4.7	16.4	1.7	68	58
Chrysler	27.0	10.5	2.1	- [d]	1.4	78	67
DuPont	24.5	21.0	3.2	(- 9.0)	3.6	609	280
Eastman Kodak	35.5	35.6	1.5	238.9	2.4	1764	635
General Electric	23.4	34.4	2.3	29.9	1.3	89	410
General Foods	14.5	15.2	4.1	97.3	1.6	254	240
General Motors	24.4	17.6	4.1	59.5	1.9	1071	247
Goodyear	15.8	16.7	2.5	93.3	2.1	129	80
International Harvester	24.5	12.4	4.9	23.0	2.2	191	66
International Nickel	13.6	16.2	3.2	123.4	2.5	131	213
International Paper	22.5	14.0	4.6	26.1	2.2	62	139

Tablo 14.2 (devamı)

	F/K Oranı Eylül 1971	F/K Oranı 1968-1970	Cari Kâr Payı Getirisi	Kâr Büyümesi 1968-1970 v 1958-1960	Cari Aktifler/ Cari Pasifler[a]	Net Cari Aktifler/Borç[b]	Fiyat/Net Varlık Değeri
Johns-Manville	19.3	16.8	3.0	43.8	2.6	-	158
Owens-Illinois	13.2	14.0	2.6	64.7	1.6	51	118
Procter&Gamble	24.2	31.6	2.1	128.4	2.4	400	460
Sears Roebuck	21.4	23.8	1.7	145.3	1.6	322	285
Standard Oil of Calif.	9.7	10.5	5.0	68.8	1.5	79	102
Standard Oil of N.J.	11.0	12.2	5.4	102.8	1.5	94	115
Swift&Co.	16.4	25.5	1.7	24.8	2.4	138	158
Texaco	9.9	10.8	5.0	120.9	1.7	128	138
Union Carbide	16.6	15.8	4.6	9.5	2.2	86	146
United Aircraft	9.7	7.0	5.9	55.9	1.5	155	65
U.S. Steel	8.3	6.7	5.4	(- 21.5)	1.7	51	63
Westinghouse	29.5	28.0	1.9	52.2	1.8	145	2.86
Woolworth	19.7	20.5	2.4	76.3	1.8	185	1.90

[a] Rakamlar 1970 sonunda biten mali yılın şirket raporları içindir.
[b] Rakamlar Moody's Industrial Manual'dan alınmıştır.
[c] NCA için borçlu bakiye.
[d] 1958-1960'da zarar gösterdi.

Tablo14-3. 1970 Sonunda Bazı Kriterlere Uyan DJIA Şirketleri

	American Can	American Tel.&Tel.	Anaconda	Swift	Woolworth	5 Şirketin Ortalaması
Fiyat, 31 Aralık 1970	39 3/4	48 7/8	21	30 1/8	36 1/2	
Fiyat/kazanç, 1970	11.0 x	12.3 x	6.7 x	13.5 x	14.4 x	11.6 x
Fiyat/kazanç, 3 yıllık	10.5 x	12.5 x	5.4 x	18.1 x [b]	15.1 x	12.3 x
Fiyat/defter değeri	%99	%108	%38	%113	%148	%112
Cari aktifler/cari pasifler	2.2 x	-	2.9 x	2.3 x	1.8 x [c]	2.3 x
Net cari aktifler/borç	%110	-	%120	%141	%190	%140
İstikrar endeksi[a]	85	100	72	77	99	86
Büyüme[a]	%55	%53	%78	%25	%73	%57

[a] Swift'in kötü bir yıl olan 1970'de iyi performans göstermesi nedeniyle 1968-70 zayıflığını göz önüne almıyoruz.
[b] Burada ikiye bir oranın altında oluş ilâve borç finansmanı için marj ayrılmış olması nedeniyle karşılanmış.
[c] American Tel.&Tel.'in borcu özvarlıklarından daha azdı.

Tablo 14-4. Dow Jones Kamu Hizmetleri Endeksi'ndeki 15 Hissenin Verileri, 30 Eylül 1971

	Fiyat 30 Eylül 1971	*Kâr*[a]	*Kâr Payı*	*Defter Değeri*	*Fiyat/ Kazanç*	*Fiyat/Defter Değeri*	*Kâr Payı Getirisi*	*Hisse Başı Fiyat 1970 v 1960*
Am. Elec. Power	26	2.40	1.70	18.86	11 x	%138	%6.5	+ %87
Cleveland El. Ill.	$34^{3/4}$	3.10	2.24	22.94	11	150	6.4	86
Columbia Gas System	33	2.95	1.76	25.58	11	129	5.3	85
Commonwealth Edison	$35^{1/2}$	3.05	2.20	27.28	12	130	6.2	56
Consolidated Edison	$24^{1/2}$	2.40	1.80	30.63	10	80	7.4	19
Consd. Nat. Gas	$27^{3/4}$	3.00	1.88	32.11	9	86	6.8	53
Detroit Edison	$19^{1/4}$	1.80	1.40	22.66	11	84	7.3	40
Houston Ltg. & Power	$42^{3/4}$	2.88	1.32	19.02	15	222	3.1	135
Niagara-Mohawk Power	$15^{1/2}$	1.45	1.10	16.46	11	93	7.2	32
Pacific Gas&Electric	29	2.65	1.64	25.45	11	114	5.6	79
Panhandle E. Pipe L.	$32^{1/2}$	2.90	1.80	19.95	11	166	5.5	79
Peoples Gas Co.	$31^{1/2}$	2.70	2.08	30.28	8	104	6.6	23
Philadelphia L.	$20^{1/2}$	2.00	1.64	19.74	10	103	8.0	29
Public Svs. El.&Gas	$25^{1/2}$	2.80	1.64	21.81	9	116	6.4	80
Sou. Calif. Edison	$29^{1/4}$	2.80	1.50	27.28	10	107	5.1	85
Ortalama	$28^{1/2}$	2.66	1.71	23.83	10.7 x	%121	%6.2	+ %65

[a] 1971 için tahminin rakam.

kriterlerimizden birini dikkate almıyoruz. Kullanmayacağımız kriter "cari aktiflerin cari pasiflere olan oranı"dır. Çünkü bu sektör, büyümeyi devamlı olarak tahvil ve hisselerle finanse ediyor. Böylece işletme sermayesi sorunu da ortadan kalkıyor. Ne var ki, özvarlıkların borçlara olan oranının, yeterli derecede olmasını istiyoruz.[4]

Tablo 14-4'te, Dow Jones Kamu Hizmetleri Endeksi'ndeki 15 hissenin bir özetini sunuyoruz. Karşılaştırma amacıyla, Tablo 14-5 de New York Stock Exchange'den gelişigüzeş seçilmiş 15 adet başka kamu hizmetleri şirketini içeriyor.

1972 başında, savunmacı yatırımcının kamu hizmetleri şirketleri açısından çok geniş bir seçenek yelpazesi vardı. Bunların çoğu hem performans hem de fiyat kriterlerimize uyuyordu. Bu hisselerde yatırımcının istediği her şey vardı. DJIA'nın önde gelen sanayi şirketleri ile karşılaştırıldıklarında, eşit "güzellikte" geçmiş büyüme ve fiyat performansı gösteriyorlardı. Fiyatlar, kazanç ve aktiflere nazaran düşük seviyelerdeydi. Kâr payı getirileri ise yüksekti. Kamu hizmetleri şirketlerinin devletçe kontrol altında bulundurulan bir "tekel" niteliği taşımaları, savunmacı yatırımcı için bir dezavantajdan ziyade avantajdı. Yasalara göre, sürekli büyümeyi sağlayacak kadar sermayeyi cezbetmek amacıyla fiyatlarını yüksek tutma hakları vardı ve bu da şişirilmiş maliyetlerini karşılamaya yetiyordu. Bu tekelleri kontrol altında tutma süreci zahmetli ve ağır bir uygulamaydı, ama kamu hizmetleri şirketlerinin yıllar boyunca gittikçe artan ödenmiş sermayelerinin üzerinde makul getiriler elde etmelerini önlememişti.

Savunmacı yatırımcı için kamu hizmetleri şirketlerinin en çekici yanları fiyat/defter değeri oranlarının düşük olmasıdır. Bu da yatırımcının kendisini hisse senedi piyasasından soyutlayıp sağlam ve iyi kazanan bir şirketin ortağı olarak görmesini sağlayacaktır. Yatırımcı bu tür hisse senetlerinde, koşullar ve piyasa kotasyonları uygun olduğunda, her zaman olağanüstü ucuz seviyelerde alım, fiyatlar çok yükseldiğinde de satım yapmak imkanını bulabilir.

Kamu hizmetleri endeksleri ve bazı diğerlerinin Tablo 14-6'da özetlenen piyasa sicilleri, bu yatırım araçlarının geçmişte birçok kâr fırsatı sunmuş olduğunu kanıtlıyor. Bu endekslerin yükselişi sanayi endeksininki kadar görkemli olmamış, ama bireysel şirketler diğer sektörlerdeki şirketlerden daha istikrarlı performans gösterebilmişler. Bu tablo çarpıcı bir noktayı daha ortaya koyuyor: Sanayi ve kamu hizmetleri şirketlerinin nispî fiyat/kazanç oranları son yirmi yıl içerisinde yer değiştirmiş. Bunun savunmacı değil de aktif yatırımcı için önemi daha fazla. Ama savunmacı port-

4. Sonuç olarak doğalgaz borusu şirketlerinin çoğunu listemizden çıkartmamız gerekir. Çünkü bu şirketlerin çoğu boğazlarına kadar tahvil çıkarmış durumdalar. Bu düzenlemenin mantığı, söz konusu olan sözleşmelerin, tahvil ödemelerini "garanti" etmesinde yatıyor, ama bütün bunları göz önünde bulundurmak savunmacı yatırımcı için biraz fazla karmaşık olur.

föyleri bile ara sıra değiştirmek gerekebilir. Özellikle eldeki bazı menkul kıymetlerin fiyatları bir hayli yükseldiğinde ve daha makul fiyatlı şirketlerle değiştirme imkanı bulunduğunda değişiklik yapılabilir. Bu durumda sermaye kazançlarından dolayı elbette vergi vermek zorunda kalacaksınız ve bu vergi sizin hoşunuza gitmeyecek. Ancak eldekini satıp vergi vermek, satmayıp da pişman olmaktan daha iyidir.

Finans Kurumları Hisselerine Yatırım

"Finans kurumları" başlığı altına birçok şirketi alabiliriz. Bunların arasında bankalar, sigorta şirketleri, tasarruf ve kredi kuruluşları, küçük kredi şirketleri, ev kredisi (ipotek) kuruluşları ve "yatırım şirketleri" (örneğin, yatırım fonları veya ortaklıkları) bulunur. Bu şirketlerin en büyük özelliği aktiflerinin ancak çok küçük bir kısmının sabit kıymetler ve envanter gibi maddi varlıklardan oluşmasıdır. Ama öte yandan çoğunun özvarlıklarının çok üzerinde kısa vadeli yükümlülükleri bulunur. Dolayısıyla bu kategoride, mali sağlamlık sorunu üretim ve ticari kategorilerinkinden daha önemlidir. Bu nedenle sektörde, sağlam olmayan uygulamalara karşı korunmak amacıyla tasarlanmış düzenlemeler ve kurallar vardır. Genel anlamda, finans kurumlarının hisseleri diğer kategorilerin hisselerine benzer performans göstermişlerdir. Tablo 14-7, 1948-1970 arasında, Standard&Poor's endekslerinde temsil edilen altı grubun fiyat hareketlerini gösteriyor. 1941-1943 döneminin ortalaması olan 10 baz seviye olarak alınmış. 1970 sonu rakamları 44.3 (9 New York bankası) ilâ 218 (11 hayat sigortası hissesi) arasında oynamış. Gruplar arasında hatırı sayılır çeşitlilik gözleniyor. Örneğin, 1958-1968 arasında New York City bankaları gayet iyi performans göstermişler, ama o görkemli hayat sigortası grubu 1963-1968 arasında zarar ettirmiş. Çoğu grubun arasında çapraz hareketler çok yaygın.

Bu geniş yatırım alanı için daha önce söylediklerimizden fazla söyleyecek bir şeyimiz yok. Sanayi ve kamu hizmetleri şirketleri için de önerdiğimiz hisse fiyatının kârlara ve defter değerine olan oranına dair matematiksel standartları bu grup için de kullanmamız gerekir.

Demiryolu Hisseleri

Demiryolları, kamu hizmetlerinden çok daha değişik bir alan. Taşıyıcılar, aşırı rekabet koşulları ve sıkı denetim ve düzenlemeler yüzünden çok zorluk çektiler. İşgücü maliyetleri ise yalnız demiryollarında sorun yarattı. Yolcu taşımacılığı işi büyük çapta otomobil, otobüs ve havayollarına kaydı ve geriye kalan kargo taşımacılığını da kârsız bir iş haline getirdi. Zaten

Tablo 14-5. İkinci Grup Kamu Hizmetleri Şirketlerine Ait Veriler, 30 Eylül 1971

	Fiyat 30 Eylül 1971	*Kâr*[a]	*Kâr Payı*	*Defter Değeri*	*Fiyat/ Kazanç*	*Fiyat/ Defter Değeri*	*Kâr Payı Getirisi*	*Hisse Başı Kâr 1970 v 1960*
Alabama Gas	$15^{1/2}$	1.50	1.10	17.80	10 x	%87	%7.1	+ %34
Allegheny Power	$22^{1/2}$	2.15	1.32	16.88	10	134	6.0	71
Am. Tel&Tel.	43	4.05	2.60	45.47	11	95	6.0	47
Am. Water Works	14	1.46	.60	16.80	10	84	4.3	187
Atlantic City Elec.	$20^{1/2}$	1.85	1.36	14.81	11	138	6.6	74
Baltimore Gas&Elec.	$30^{1/4}$	2.85	1.82	23.03	11	132	6.0	86
Brooklyn Union Gas	$23^{1/2}$	2.00	1.12	20.91	12	112	7.3	29
Carolina Pwr.&Lt.	$22^{1/2}$	1.65	1.46	20.49	14	110	6.5	39
Cen. Hudson G.&E.	$22^{1/4}$	2.00	1.48	20.29	11	110	6.5	13
Cen. Ill. Lt.	$25^{1/4}$	2.50	1.56	22.16	10	114	6.5	55
Cen. Maine Pwr.	$17^{3/4}$	1.48	1.20	16.35	12	113	6.8	62
Cincinnati Gas&Elec.	$23^{1/4}$	2.20	1.56	16.13	11	145	6.7	102
Consumers Power	$29^{1/2}$	2.80	2.00	32.59	11	90	6.8	89
Dayton Pwr&Lt.	23	2.25	1.66	16.79	10	137	7.2	94
Delmarva Pwr.& Lt.	$16^{1/2}$	1.55	1.12	14.04	11	117	6.7	78
Ortalama	$23^{1/2}$	2.15	1.50	21.00	11 x	%112	%6.5	+ %71

Tablo 14-6. Bazı Standard&Poor's Endeksleri'ndeki Fiyat ve Fiyat/Kazanç Oranı Gelişmeleri, 1948-1970

	Sanayi		*Demiryolları*		*Kamu Hizmetleri*	
Yıl	Fiyat[a]	F/K Oranı	Fiyat[a]	F/K Oranı	Fiyat[a]	F/K Oranı
1948	15.34	6.56	15.27	4.55	16.77	10.03
1953	24.84	9.56	22.60	5.42	24.03	14.00
1958	58.65	19.88	34.23	12.45	43.13	18.59
1963	79.25	18.18	40.65	12.78	66.42	20.44
1968	113.02	17.80	54.15	14.21	69.69	15.87
1970	100.00	17.84	34.40	12.83	61.75	13.16

[a] Fiyatlar yıl sonları fiyatlarıdır.

kargo işinin büyük bir kısmı da kamyon taşımacılığı ile yapılıyor. Son 50 yıl içinde belli dönemlerde demiryollarının neredeyse yarısından fazlası ya iflas masasına yattı ya da kayyımların eline düştü.

Ancak bu yarım yüzyıl her taşımacı için de kötü olmadı. Sektörde, özellikle savaş yıllarında kazançlı dönemler görüldü. En önemli demiryolu şirketimiz olan Penn Central Transportation Co.'nun 1970 yılındaki iflası finans dünyasını şoke etti. Halbuki bundan daha bir yıl önce hisse senedi, tarihinin en yüksek fiyatlarından işlem görüyordu ve 120 yıldır da sürekli olarak kâr payı ödemişti! (Bu kitapta daha sonra, işini bilen bir öğrencinin şirket bünyesinde gelişmekte olan bu zayıflığın nasıl farkına varmış ve bu hisseden uzak durulması gerektiğini nasıl anlamış olabileceğini göstermek için, bu demiryolu şirketinin kısa bir analizini yapacağız.) Bu finansal facia yüzünden tüm demiryolları şirketlerinin hisselerinin fiyatları zarar gördü.

Her tür menkul kıymet sınıfına uyacak öneriler yapmak doğru değildir. Aynı şekilde, bir sınıfa uymayan bir yaklaşımı genelleme yaparak diğerlerine de uygulanamaz diye çöpe atmak da yanlış olur. Tablo 14-6'daki demiryolu hisselerinin fiyat hareketlerine bakıldığında birçok büyük kâr fırsatı doğmuş olduğu görülür. (Ama yine de bizim görüşümüze göre bu büyük fiyat yükselişlerinin arkasında pek geçerli nedenler yoktu.) Önerilerimizi şu şekilde kısıtlayalım: Yatırımcıların demiryolu hisseleri almaları için pek de öyle çekici bir neden bulunmuyor. Eğer ille de alım yapılacaksa, yatırımcı ödediği para karşılığında eşi bulunmaz bir değer satın alıyor olmalıdır.

Tablo 14-7. 1948-1970 Arasında, Çeşitli Tür Finans Kurumlarının Karşılaştırmalı Fiyat Hareketleri

	1948	1953	1958	1963	1968	1970
Hayat sigortası	17.1	59.5	156.6	318.1	282.2	218.0
Mülk ve sorumluluk sigortası	13.7	23.9	41.0	64.7	99.2	84.3
New York City bankaları	11.2	15.0	24.3	36.8	49.6	44.3
New York City dışındaki bankalar	16.9	33.3	48.7	75.9	96.9	83.3
Finans şirketleri	15.6	27.1	55.4	64.3	92.8	78.3
Küçük kredi şirketleri	18.4	36.4	68.5	118.2	142.8	126.8
Standard&Poor's Bileşik Endeksi	13.2	24.8	55.2	75.0	103.9	92.2

Standard&Poor's Endekslerinin yıl sonu fiyatları. 1941-1943 ortalaması = 10.

Savunmacı Yatırımcı İçin Seçicilik

Her yatırımcı kendi portföyünün endeks ve ortalamalardan daha iyi performans göstermesini veya onlardan daha iyi şeyler vaat ediyor olmasını ister. Bu yüzden de ehliyetli bir danışman veya menkul kıymet analisti seçtiğinde, bu kişilerin onun için ortalamalardan daha yüksek getiri sağlayacak bir portföy oluşturmasını bekler. Yatırımcı şöyle diyebilir: "Sizin özetlediğiniz kurallar son derece basit ve pratik. İyi eğitim görmüş bir analist, bu önerilere kendi becerilerini de ekleyerek, Dow Jones endeksinden daha iyi bir performans sergilemeli. Yoksa bütün o istatistikler, hesaplamalar ve yorumlar neye yarar?"

100 menkul kıymet analistinden 1970 sonunda alınabilecek en iyi beş hisseyi seçmelerini istediğimizi farzedin. Bunlardan ancak birkaç tanesi aynı hisseleri seçecek ve çoğunluğun listesi ise birbirlerinden tamamiyle farklı çıkacaktır.

Bu ilk göründüğü kadar şaşırtıcı bir konu değildir. Temelde yatan neden, her belli başlı hissenin fiyatının, o şirketin geçmiş finansal sicilini ve geleceği hakkındaki beklentileri yansıtıyor olmasıdır. Dolayısıyla, herhangi bir analistin bir hissenin diğerine nazaran daha iyi bir alış fırsatı teşkil ettiğine dair görüşü, onun farklı görüş ve beklentilerinden veya değerlemesine dahil ettiği unsurların bazılarına diğerlerinden daha fazla önem verdiğinden dolayıdır. Eğer her analist belli bir hissenin tüm diğerlerinden daha iyi olduğuna karar verirse, o hissenin fiyatı hemen fırlayacak ve artık avantajlı bir seviyede kalmayacaktır.

Mevcut fiyatın bilinen geçmiş gerçekler ve gelecekteki beklentileri

yansıttığına dair yaptığımız yorum, piyasa değerlemesinin bu iki unsuru temel aldığını vurgulama amacını taşımaktadır. Bu iki unsura tekabül eden iki tane de farklı temel menkul kıymet analizi yaklaşımı bulunur. Aklı başında her analist, geçmişe değil geleceğe bakacaktır ve başarısı olmuş bitmiş olanla değil gelecekte ne olacağına göre belirlenecektir. Geleceğe bakış iki ayrı yöntemle yapılabilir. Bunlar tahmin (veya ileriye dönük tasarlama) ve korunma yoluyla yapılan uygulamalardır.

Tahmin yöntemini kullananlar, şirketin ileride neler yapabileceğini ve özellikle belirli ve kalıcı bir kârlılık gösterip gösteremeyeceğini doğru öngörebilmeyi amaçlarlar. Bu sonuçlamalar, sektördeki arz talep koşulları ve iş hacmi, fiyat ve maliyetler gibi unsurlar üzerinde ayrıntılı çalışmaları temel alır veya biraz da naif bir şekilde geçmiş büyüme performansını geleceğe yansıtarak yapılır. Eğer bu uzmanlar geleceğin olağanüstü parlak olduğu görüşünü geliştirirlerse, mevcut fiyat seviyesine bakmadan, o hissenin alınması gerektiği önerisini verirler. Bu tutumu daha önce havayolları sektöründe gördük ve aynı tutum 1946 sonrası kötü bilançolarına rağmen bir süre devam etti. Bu kitabın giriş bölümünde, bu sektörde oluşan kuvvetli fiyat hareketiyle nispeten zayıf kârlılık rakamları arasındaki farklılıklardan bahsetmiştik.

Öte yandan korunma yöntemine daha fazla önem verenler hissenin inceleme yapıldığı andaki fiyatıyla ilgilidirler. Asıl amaçları, hissenin mevcut değerinin piyasa fiyatından çok daha fazla olduğu ve dolayısıyla bu marjın ileride yaşanabilecek olumsuz gelişmeler nedeniyle meydana gelebilecek fiyat düşüşlerini rahatlıkla karşılayabilecek durumları yakalayabilmektir. Onlar için şirketin mevcut piyasa şartlarında makul bir performans göstermesi, gelecek için geliştirilen müthiş olumlu beklentilerden bile daha önemlidir.

İlk tahmin yaklaşımına niteliksel yaklaşım da denilebilir, çünkü bu yaklaşımda olasılıklar, yönetim ve diğerleri gibi nitelik başlığı altına giren ve önemli olsalar da ölçülemeyen unsurlar söz konusudur. İkinci yaklaşıma, yani korunma yaklaşımına, niceliksel ya da istatistiksel yaklaşım da denilebilir. Çünkü ele alınan işlem fiyatıyla kârlar, aktifler, kâr payları ve diğerleriyle arasındaki gibi ölçülebilen ilişkilerdir. Aslına bakarsanız, niceliksel yöntem, menkul kıymet analizinin tahvil ve tercihli hisseler yatırımında deneyip de sağlam bulduğu ilkelerin hisse senetleri alanındaki uzantısıdır.

Biz kendi davranış şekillerimizde ve iş hayatımızda her zaman niceliksel yöntemi kullandık. İlk başta hep paramızın değerini (karşılığını) aldığımızdan emin olmaya çalıştık. Mevcut değerin böyle bir fırsat teşkil etmediği durumlarda, gelecek olasılıklar ve vaatlerin bu açığı kapatacağı görüşünü kabul etmeye razı olmadık. Yatırım uzmanlarının bazıları bu görüşe katılmadılar; hatta çoğu gelecek olasılıkların, yönetimin kalitesinin, di-

ğer elle tutulamaz niteliklerin ve "insan unsurunun" bilançolar ve diğer soğuk rakamlar gibi geçmiş verilerin sunduğu göstergelerden çok daha ağır bastığı görüşünü savundular.

Dolayısıyla bu "en iyi" hisseleri seçme konusu son derece tartışmaya açık bir alan olmuştur. Bizim okuyucuya vereceğimiz öneri bu tartışmalardan uzak durup bireysel seçimlerden ziyade çeşitleme yapmasıdır. Zaten tanımı itibariyle, çeşitleme demek bireysel seçimlerin gözü daha yükseklerde olan çabasını ve hırsını indirgeyip dindirmek demektir. Eğer kişi her zaman en iyi hisseleri seçebiliyor olsaydı, o zaman çeşitleme yapmak her zaman zarar ettirirdi. Halbuki 5. bölümde önerilen dört temel hisse senedi seçimi kurallarının sınırları dahilinde, yatırımcının hatırı sayılır bir miktar kişisel özgürlük ve tercih kullanabilme olanağı bulunur. En kötüsünden bu tür tercihlerin bir zararı olmaz ve üstelik kâr etme olasılıkları da ortaya çıkarır. Yatırımcı teknolojik gelişmelerin uzun vadede şirket performansları üzerine yaptığı etkileri göz ardı edemez. Başka alanlarda olduğu gibi burada da ihmalkârlıkla aşırı önem vermek arasında bir yerlerde bulunmak gerekir.

BÖLÜM

15

Girişimci Yatırımcı için Hisse Senedi Seçimi

Bir önceki bölümde, savunmacı bir yatırımcının, geniş bir menkul kıymet yelpazesi içinden, kendisinin veya danışmanlarının yeterli miktarda bir çeşitleme yapmak kaydıyla yaptığı tercihlerle her hangi bir liste oluşturmakta özgür oluşundan bahsettik. Bunu yaparken vurgulamak istediğimiz konu bazı hisseleri elemek zorunluluğuydu. Bir yandan düşük kaliteli hisseler elenirken diğer yandan çok yüksek kaliteli ama bu niteliğin fiyatlara da yansıyarak hisseyi pahalı kıldığı durumlar da çok riskli bulunmuştu. Girişimci yatırımcı için yazılan bu bölümde, ortalamaların üzerinde getiri verme olasılığı bulunan *bireysel* kağıtların seçimini konu alacağız.

Bu tür bir seçimi başarma olasılığımız var mı? Bu olasılıklar hakkında bazı çekincelerimiz olmadığını söylemek çok zor. İlk aşamada böyle bir seçim yapmanın imkansız olmadığı görünüyor. DJIA'nın performansıyla aynı sonuçları almak veya ortalama getiriler elde etmek özel bir kabiliyet gerektirmez. Gereken tek şey DJIA'nın içerdiği veya benzer hisselerden oluşan bir portföy oluşturmaktır. Bundan sonra orta düzeyde bir beceri sayesinde DJIA'dan daha iyi getiriler elde etmenin mümkün olduğunu düşünebiliriz.

İlk bakışta bu görüş makul görünüyor. Ancak gerçek hayatta en yüksek kalifikasyona sahip kişilerin bile bu işi kolay kolay başaramadığını gösteren kanıtlar var. Bu kanıtları yıllardır faaliyette olan yüzlerce yatırım şirketi veya "fonunun" performanslarında bulabilirsiniz. Bu fonların çoğu, sektörün en iyi finansal ve menkul kıymet analistlerini cezbedebilecek ve dört dörtlük araştırma departmanları kurabilecek kadar büyüktür. Faaliyet masrafları, o büyük sermayelerinin yılda yüzde yarımına eşitlenir. Bu maliyetler göz ardı edilecek miktarlarda değildir, ama hisse senetlerinin 1951-1960 arasındaki on yılda genel olarak %15 (yıllık) ve hatta 1961-1970 yılları arasında sadece %6 büyüdüğü düşünülürse, pek de fazla sayılmazlar. Ortalamaların biraz üzerinde bir seçme yeteneği, bu maliyet handikapının

üstesinden gelebilmeli ve hissedarlar için daha iyi getiriler elde edebilmeliydi.

Oysa bir bütün olarak alındıklarında, tamamı hisse senetlerinden oluşan fonlar, uzun vadede Standard&Poor's 500 endeksi kadar getiri sağlayamadı. Bu sonucu diğer incelemeler de destekliyor. 1960-1968 dönemini kapsayan son bir araştırmayı örnek verelim:

> New York Stock Exchange hisseleri arasından gelişigüzel seçilmiş hisselerden oluşan portföyler (her hisse senedine eşit miktarlarda yatırım yapılmış) uzun vadede aynı risk sınıfındaki yatırım fonlarından ortalama olarak daha iyi performans gösterdiler. Özellikle düşük ve orta derecede riskli olan portföylerdeki farklar (sırasıyla yılda %3.7 ve %2.5) yüksek riskli portföylerdekinden dah fazlaydı (yılda %0.2).[1]
>
> Daha önce 9. Bölüm'de de gösterdiğimiz gibi bu karşılaştırmalı değerler, birer finansal kurum olarak yatırım fonlarının işe yaramadıkları anlamına gelmez. Fonlar hisse senetlerine yatırım yapan kitlenin tüm üyelerine, yatırımlarından ortalama sonuçlar elde etme imkanını sunuyor. Çeşitli nedenlerden dolayı kendi seçimini kendi yapan grubun çoğunluğu bu sonuçları elde edemiyor. Ama tarafsız bir gözlem yapacak olursak, yatırım fonlarının temsili piyasa endekslerinden daha iyi performans gösteremedikleri gerçeği bize bu işi başarmanın kolay olmadığını, hatta çok ama çok zor olduğunu ortaya koyuyor.

Bu zorluğun nedeni ne olabilir? Her ikisi de ancak kısmi olarak geçerli olan iki neden aklımıza geliyor. Bunlardan birincisi, hisse senedi piyasasının, mevcut fiyatlar içerisinde şirketlerin sadece geçmiş ve mevcut performansları hakkındaki önemli unsurları değil, aynı zamanda gelecekleri hakkındaki beklentileri de yansıtmasdır. Ancak önceden tahmin edilemeyen yeni gelişmeler ve yeni olasılıkların neden olduğu ters yöndeki piyasa hareketleri ortaya çıktığında işler karışır. Bu olgu da fiyat hareketlerinin kendiliğinden ve tesadüfi olduğunu gösterir. Eğer bütün bu tespitlerin geçerli görüşler olduklarını kabul edersek, o zaman da istediği kadar akıllı ve titiz olsun, tüm menkul kıymet analistlerinin etkisiz olacaklarını da kabul etmemiz gerekir. Çünkü bütün yaptıkları iş önceden kestirilemeyeni, kestirmeye çabalamak olacaktır.

Bu sonucun bir nedeni de menkul kıymet analistlerinin sayısındaki büyük artıştır. Önemli bir hisse senedinin arkasındaki değer unsurlarını inceleyen yüzlerce hatta binlerce uzman olduğunu düşünürsek, mevcut fi-

1. *Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective*, I (Yatırım Fonları ve Diğer Kurumsal Yatırımcılar), Friend, M. Blume ve J. Crockett, McGraw-Hill, 1970. Şunu da eklemeliyiz ki, incelediğimiz birçok fonun 1965-1970 sonuçları hem Standard&Poor's hem de DJIA endeksinden daha iyiydi.

yat da o değer hakkında bilgili bir grubun görüş birliğini yansıtacaktır. Herhangi bir hisse senedini diğerlerine tercih edenler bunu kişisel görüş ve iyimserlikleri ile yapar. Bunların hata yapma olasılıkları, doğruyu seçme olasılığına eşittir.

Wall Street'teki menkul kıymet analistlerini bir briç turnuvasına katılan oyunculara benzetebiliriz. Analistler başarı ihtimali en yüksek hisse senetlerini seçmeye çalışır. Briççiler ise oynanan her elde en yüksek puanı toplamaya çabalar. Bunu ancak birkaç tanesi başaracaktır. Hemen hemen her briç oyuncusunun yaklaşık aynı beceri düzeyine sahip olduğunu düşünürsek, bunu başarmak için beceriden ziyade biraz da şansa ihtiyaç vardır. Wall Street'deki dengelenme sürecinin nedenlerinden birisi de meslektekilerin sık sık bir araya gelerek fikir ve buluşlarını birbirleriyle serbestçe paylaşmalarıdır. Bu briç oyuncularının birbirlerinin ellerine bakıp, tartışarak oynamalarına benzer.

İkinci olasılık ise biraz daha farklıdır. Belki de tüm menkul kıymet analistlerinin hisse seçiminde ortak bir hataları vardır. En fazla büyüme vaat eden sektörleri ve bu sektörlerde faaliyet gösteren en iyi yönetimli, en iyi malzemeli şirketleri ararlar. Bunları buldukları takdirde de, fiyatlar ne kadar pahalı olursa olsun alım yapmaktan kaçınmazlar ve fiyatı düşük kalmış hisseleri de (ve sektörleri) göz ardı ederler. Mevcut kârlılıkları çok iyi olan şirketlerin gelecekte de aynı performansı göstereceklerinden emin olabilseydik, bu doğru bir hareket olurdu. Mevcut performansları ortalamaların altında kalmış olan şirketler de eğer yok olmaya doğru gidiyor olsalardı, o zaman da bu şirketler hangi fiyatlardan işlem görüyorlarsa görsünler hiçbir zaman cazip olmazlardı.

Halbuki gerçek hayat hiç de böyle değil. Uzun bir süre aynı yüksek büyüme oranını muhafaza etmiş şirket sayısı çok az. Çok büyük şirketlerin de ancak çok ama çok küçük bir bölümü yok olmuş. Çoğunun tarihine bakacak olursak, sayısız çıkış ve iniş gözlemliyoruz. Hatta bazılarında o "sıfırdan tepeye ve sonra tekrar geriye" süreci düzenli bir dönemsellik içerisinde devamlı olarak tekrarlanıp durmuş (ör. çelik sektörü). Bu değişiklikler bazen yönetimin iyi veya kötü performansına da bağlı olabilir.

Bu irdeleme, ortalamalardan daha iyi sonuç verecek bireysel seçimler yapmak isteyen girişimci yatırımcı için ne gibi sonuçlar doğuruyor? İlk görünen, yatırımcının zor bir işe girişmiş olduğudur. Bu kitabı okuyan bir kişi, ne kadar akıllı ve becerikli olursa olsun, en iyi analistlerden daha iyi getiriler elde edebileceğini beklememeli. Ama eğer piyasadaki hisselerin bir bölümü, standart analitik seçim sırasında ihmal ediliyorsa veya bunlara karşı ayırımcılık yapılıyorsa, akıllı yatırımcı, bu düşük değerlemelerden faydalanabilir.

Ne var ki yatırımcının bunu başarabilmesi için Wall Street'in genelinde kabul görmemiş yöntemleri kullanması gerekir. Çünkü, ortalama per-

formanslardan kurtulup daha iyi sonuçlar elde edebilmek için zaten tanım itibariyle herkesin kullandığı (ortalama) yöntemlerden başka bir yöntemi kullanmak şarttır. Hisse senedi piyasasında bu kadar profesyonel beyin dururken, hem sağlam hem de kabul görmemiş bir yöntem aramak da garip bir iş gibi görünebilir. Ancak bizim tüm kariyer ve saygınlığımız bu zor işin yapılabilirliği üzerine inşa edilmiştir.

Graham-Newman Yöntemlerinin Bir Özeti

Bu son cümleye bir anlam katabilmek için, Graham-Newman Corporation olarak, 1926-1956 arasını kapsayan son otuz yılda neler yaptığımıza bir göz atalım. Bu konuda şöyle bir sınıflandırma yapabiliriz:

Arbitrajlar: Bir menkul kıymeti alırken, o kıymetin daha sonra bir yeniden yapılanma, birleşme veya benzeri bir plan dahilinde değiştirileceği bir veya birkaç menkul kıymeti de satma.

Tasfiyeler: Bir şirketin aktiflerinin tasfiye edilmesi sonucunda bir veya birkaç ödeme yapılacak olan hisselerin alımı.

Bu iki türü içeren işlemler şu iki temele dayandırılıyordu: (a) yılda %20 veya daha fazla bir getiri hesaplanmış olması ve (b) başarı oranının en az beşte dört olacağına dair olan görüşümüz.

İlgili Korunma İşlemleri (Hedges): Değiştirilebilir tahvil veya değiştirilebilir tercihli hisseler alırken, değiştirilebilecekleri adi hisse senetlerini satma işlemleri. Bu pozisyonlar nominale yakın bir yerde alınıyordu. Dönüştürme işlemi yapılıp sonuçlandırıldığında ortaya çıkabilecek kayıp da çok küçüktü. Ancak adi hisse senedinin fiyatı çok düşüp de pozisyon piyasada kapatılırsa kâr olanağı doğuyordu.

Net-Cari-Aktif (veya "Kelepir") Kağıtları: Burada söz konusu olan, sadece net cari aktifleri açısından (diğer aktiflere bakmaksızın), defter değerinin altında işlem gören mümkün olduğu kadar fazla kağıdı satın almaktı. Yaptığımız alımlar genellikle bu indirgenmiş aktiflerin üçte ikisinde veya daha azında, yapılıyordu. Birçok yıl en az yüz kağıttan oluşan geniş bir çeşitleme yapıyorduk. Ara sıra da büyük çaplı kontrol türü alım yaparak şirket ele geçirdik, ama bunlar konumuzla pek ilgili değil.

Her sınıf faaliyetin sonuçlarını çok yakından takip ettik. Bunların sonucunda hoşnut edici sonuçlar vermeyen iki tanesini durdurduk. Bunlardan biri, yaptığımız genel analizlere göre açık bir şekilde cazip olan fakat işletme sermayelerinin altında bir fiyattan alınamayan hisselerdi. İkincisi, adi hisselere çevrilemeyen menkul kıymetlerin alındığı "ilgisiz" korunma (hedging) işlemleriydi. Bu gibi faaliyetler son zamanlarda yatırım şirketi alanındaki "korunma (hedge) fonları tarafından yapılmaya başlandı. Her iki durumda da, on yıl veya daha uzun bir süre içerisinde elde edilen sonuçlar bize pek güven telkin etmedi. İşlemler de pek "baş ağrısız" yapılan

cinsten değildi. Bu yüzden bu iki faaliyeti sürdürmedik.

Dolayısıyla, 1939 sonrası işlemlerimiz, "kendi kendini tasfiye eden" pozisyonlar, ilgili korunma pozisyonları, işletme sermayesi kelepirleri ve birkaç kontrol faaliyeti ile kısıtlıydı. Bu tarihten itibaren, yukarıdaki tür faaliyetlerin her biri istikrarlı bir şekilde iyi sonuçlar verdi. Özellikle, o değerinin altında alınmış ucuz hisselerimizin pek iyi performans göstermediği ayı piyasalarında, ilgili korunma (hedge) pozisyonlarımız çok iyi kârlar getirdi.

Bu reçetemizi her yatırımcıya önermek istemiyoruz. Bizim uyguladığımız profesyonel teknikler zaten tanım itibariyle amatör olan savunmacı yatırımcı için pek uygun olmayabilir. Agresif yatırımcılara gelince, belki de onların sadece çok küçük bir azınlığı, bu geniş menkul kıymetler evreninde kendisini sadece küçük bir grupla sınırlayabilecek davranış biçimine sahip olacaktır. Onların çoğunluğu daha geniş bir perspektife sahiptir. Doğal av alanları, (a) muhafazakâr ölçüler dahilinde aşırı değerli olmayan ve (b) ya geçmiş performansları, ya gelecekte vaat ettikleri, ya da her ikisi açısından cazip görünen menkul kıymetleri içerecek kadar geniştir. Girişimci yatırımcı, bu tür seçimleri yaparken, bizim savunmacı yatırımcı için önerdiğimiz kalite ve fiyat makullüğü gibi bir takım testlerden de yararlanabilir. Ancak bizim önerdiğimiz kadar katı olması gerekmez. Örneğin, 1970 gibi bir yılda zarar gösteren ama ortalama kârların ve diğer önemli özelliklerin cazip olduğu bir hisseyi alabilir. Girişimci yatırımcı faaliyetlerini hakkında olumlu düşündüğü sektör ve şirketlerle kısıtlayabilir, ama sırf böyle bir coşku yüzünden bir hisseye fazla para ödenmesine (fiyatın kârlılık ve aktiflere olan oranına bakarak) şiddetle karşıyız. Bu alanda bizim ilkelerimize uyarsa, mevcut durumun pek iç açıcı olmadığı, yakın geleceğin pek parlak gözükmediği ve mevcut fiyatların bu kötümserliği yansıttığı zamanlarda, büyük bir ihtimalle belki de çelik hisseleri gibi dönemsel şirketleri alacaktır.

İkincil Şirketler

Bundan sonra inceleyeceğimiz ve seçip seçmemeye karar vereceğimiz menkul kıymet, iyi performans göstermekte ve memnun edici bir geçmişi olan fakat yatırımcı kitlesinin ihmal ettiği ikincil şirketlerdir. Bunlar ELTRA ve Emhart gibi şirketlerin 1970 kapanış fiyatlarındaki düzeyine benzer özellikler gösterir. (Bkz. 13. bölüm.) Bu şirketleri tespit etmenin birkaç yolu bulunuyor. Burada yeni bir yaklaşım deneyeceğiz ve bu yaklaşımın ayrıntılarını sunacağız. Bu incelemede iki amacımız var. Okurlarımızın çoğunluğu bu yeni yaklaşımı tercih edebilir veya böyle bir yaklaşım diğerlerine bir alternatif oluşturabilir. Bunun ötesinde yapacağımız şey, okurlarımızın hisselerin gerçek dünyasını anlamalarını sağlamak ve onları mevcut

kaynaklarla tanıştırmaktır. Bunlardan biri, ayda bir yayınlanan ve yıllık abonelik bazında halka ulaştırılan Standard&Poor's'un *Stock Guide*'dır (Hisse Kılavuzu). Buna ilâveten, birçok aracı kurum da *Guide*'ı müşterilerine istek üzerine dağıtır.

Guide'ın büyük bir kısmını 4500 şirketin hisse senedinin özet istatistik verilerini içeren 230 sayfa oluşturur. Bunların yaklaşık 3000 tanesi çeşitli borsalarda kote edilen, diğer 1500'ü ise borsa dışı hisselerdir. İlk bakış için (hatta ikincisinde de) gereken her şey bu derlemede bulunabilir. (Bize göre kılavuzda eksik olan en önemli nokta, hisse başına düşen net-aktif-değeri veya defter değeridir. Bu veri de daha büyük Standard&Poor's ciltlerinde bulunabilir.)

Stock Guide, rakamlarla oynamayı sevenlerin hoşuna gidecektir. Yatırımcı bu kitabın her hangi bir sayfasını açıp hisse senedi piyasasının tüm ihtişamı ve tüm sefaletinin kısa bir panoramasını görebilir. Bu sayfalarda, tüm hisse senetlerinin 1936'ya kadar tarihsel verileri ve en yüksek ile en düşük fiyatları bulunur. Burada, en düşük fiyatını 2000'e katlamış şirketler görebilirsiniz. (IBM gibi prestijli bir şirket için bu kat sayı aynı dönem için "sadece" 333'te kalmış.) Aynı zamanda, fiyatı 3/8'den 68'e çıkıp daha sonra tekrar 3'e düşen şirketler de vardır.[2] Kâr payları sütununda ise Industrial National Bank of Rhode Island gibi 1791 yılından beri kesintisiz kâr payı ödemiş şirketler (ismini daha yeni değiştiriyor) bulunur. Yatırımcı, Guide'a baktığında, 1969 sonunda Penn Central Co.'nun (Pennsylvania Railroad'un devamı) 1848 yılından beri düzenli bir şekilde kâr payı ödemesi yaptığına da görecektir. Ancak ne yazık ki birkaç ay sonra bu şirket iflas etmiştir. Bu kılavuzda fiyat/kazanç oranları 2 olan da vardır 99 olan da.[3] Çoğu durumda şirketlerin isimlerine bakarak ne iş yaptıkları anlaşılmayacaktır. U.S. Steel gibi ismi ne iş yaptığını (çelik) açıkça belli eden şirketler de vardır, ama bunların üç katı kadar da anlaşılmaz olan bulunur. Örneğin, ITI Corp. fırıncılık işindedir, Santa Fe Industries ise demiryolları. Yatırımcı bu kitabın içinde kendisine çeşitli tarihsel fiyat verilerinden, kâr payı ve kazanç rakamlarından, mali durumlardan, kapitalizasyon seviyelerinden ve daha bir çok verilerden bir ziyafet çekebilir. Geriye dönük muhafazakârlık, sıradan şirketler, garip düzenlemeler ve her türlü dolaplar, Wall Street'in icadı binbir türlü alet edevat, hepsi bu kitabın içinde incelenmeyi ve ciddi bir gözle bakılmayı bekliyor.

2. Kişisel not: Bu şirket hakkında havai fişekler atılmaya başlamadan çok önceleri, yazar şirketin "mali işlerden sorumlu genel müdür yardımcısıydı ve prensler gibi bir maaşı vardı (yılda 3000$). Şirket o zamanlar gerçekten de havai fişek işindeydi.

3. *Guide,* 99'un üzerinde fiyat/kazanç oranı olanları göstermez, çünkü bunların çoğu kazançların sıfırın sadece bir nebze üzerinde olduğu matematik durumlardır.

Guide aynı zamanda, son 12 ayı baz alan mevcut kâr payı getirilerini ve fiyat/kazanç oranlarını da ayrı bir sütunda verir. İşte bizim hisse seçimimize en çok yarayanlardan biri de bu son kalemdir.

Stock Guide'ın Elekten Geçirilmesi

İlk bakışta ucuz gibi görünecek olan bir hisse aradığımızı düşünün. Akla ilk gelen basit işaret, son kazançlara nazaran düşük kalmış fiyatlar olacaktır. 1970 sonunda fiyat/kazanç oranı 9 veya daha düşük olan hisselerin bir ön listesini yapalım. Bu veriler çift numaralı sayfaların son sütunundadır. Örnek olarak bu tür düşük F/K oranlı olan şirketlerden ilk 20 tanesini ele alalım. Bunlar kote edilen şirketler arasında altıncı sıradaki Aberdeen Mfg. Co. ile başlıyor. Şirket yılı $10^{1/4}$'te kapatmış. Bu fiyat, Eylül 1970'te sona eren 12 ay için açıklanmış olan hisse başı 1.25$'lık kârların 9 katına tekabül ediyor. Bu kağıtlar arasından yirminci olanı American Maize Products. Onun da fiyat/kazanç oranı 9 ve fiyatı $9^{1/2}$.

Aralarından on tanesinin fiyatının 10$'ın altında olduğu bu kağıtlar sıradan bir grupmuş gibi gözükebilirler. (Bu gerçekten de önemli bir unsur değil. Savunmacı yatırımcılar yine de bu listeye kuşku ile bakabilir. Ancak girişimci yatırımcı için bu liste yararlı olabilir.) Daha fazla ayrıntıya girmeden bazı hesaplamalar yapalım. Oluşturduğumuz liste bakılan ilk 200 hissenin %10'u olduğuna göre, *Guide*'da fiyat/kazanç oranı 10'un altında olan bunun gibi 450 hisse daha olması gerek. Bu da seçim yapmak için yeterli bir sayı.

Şimdi de listemize yeni kriterler uygulayalım. Bunlar bir bakıma savunmacı yatırımcılarımız için uyguladığımıza benzer kurallar olacak ama o kadar katı olmayacağız:

1. Mali durum: (a) Cari pasiflerin en az $1^{1/2}$ misli olan cari aktifler ve (b) net cari aktiflerin %110'unu geçmeyen borç miktarı (sanayi kuruluşları için).
2. Kârlılık istikrarı: *Stock Guide*'da kapsanan son beş yıl içerisinde zarar göstermemiş olmak.
3. Kâr Payı Ödeme Sicili: Bir miktar mevcut kâr payı.
4. Kârlılık büyümesi: Geçen yılki kazançların 1966 yılındakilerden daha fazla olması.
5. Fiyat: Net maddi varlıkların %120'sinden daha az olmalı.

Guide'daki kârlılık rakamları genellikle 30 Eylül 1970'de sona eren 12 ay içindir ve dolayısıyla o yılın son çeyreğinde görülebilecek kötü bir olayı yansıtmaz. Ama akıllı bir yatırımcı da olmayacak şeyler istemeyeceğini bilir, en azından başlangıçta. Kuruluşların büyüklüğü hakkında bir sınırlama getirmediğimize de dikkat edin. Küçük şirketler, dikkatlice ve gruplar halinde alındıkları müddetçe fazla riskli olmayabilir.

Bu beş ilâve kriteri de ekleyince listemiz 20 taneden 5 taneye düştü. *Guide*'daki ilk 450 kağıt, bize altı kuralımıza uyacak olan 15 hisseden oluşmuş küçük bir "portföy" verene kadar araştırmamıza devam edelim. (Bunlar bir takım diğer verilerle birlikte Tablo 15-1'de sunuluyor.) Bu grup elbette ki bir örnek olarak seçilmiştir ve girişimci yatırımcımız tarafından mutlaka aynen seçilmesine gerek yoktur.

İşin aslına bakacak olursak, bizim yöntemimizi kullanacak kişi seçim yapmak için çok daha geniş bir yelpazeye sahip olacaktır. Eğer elekten geçirme yaklaşımımızı *Stock Guide*'daki 4500 şirketin tümü üzerinde uygulamış olsaydık ve ilk ondaki oran sonuna kadar aynen devam etseydi altı seçim kuralımızın tümüne uyan 150 kadar şirket bulurduk. Bundan sonra da girişimci yatırımcı kendi yargılarını, ön yargılarını ve tercihlerini kullanarak bir üçüncü seçim daha yaparak eldeki kağıtların sayısını örneğin 30'a indirebilirdi.

Stock Guide, son sekiz yıldaki istikrar ve büyüme oranlarına göre bir "Kârlılık ve Kâr Payı Sıralaması" da içerir. (Dolayısıyla, fiyat cazibesi buraya dahil değildir.) Tablo 15-1'e S&P sıralamasını da dahil ettik. 15 kağıttan 10 tanesinin rating'i B+ (= ortalama) ve bir tanesi (American Maize) "yüksek" bir rating olan A almış. Eğer girişimci yatırımcımız seçim sürecine bir yedinci kural daha eklemek isterse, bu rating'leri de kullanabilir. Sadece ortalama veya daha iyi S&P rating'i olan kağıtları seçse, elinde tercih edeceği yine 100 kadar hisse senedi kalacaktır. Bütün bunları göz önünde bulundurarak şöyle bir sonuca varabiliriz: Mali durum kuralına da uyan, düşük fiyat/kazanç oranlı ve aktiflerine nazaran düşük fiyatlı, en azından ortalama nitelikte bir grup hisse senedinin memnun edici bir getiri sağlaması yüksek bir olasılıktır.

Hisse Seçimi İçin Tek Bir Kural

Okur, portföy seçimi işinin daha da basitleştirilmesini isteyebilir. Sadece düşük bir fiyat/kazanç oranı veya yüksek kâr payı getirisi veya yüksek aktifler değeri gibi tek bir kriter kullanılamaz mı? Uzun vadede istikrarlı sonuçlar verdiğini gördüğümüz iki yöntem var: (a) önemli şirketlerin (Meselâ DJIA listesi) düşük fiyat/kazanç oranlı olanlarını almak, (b) net cari aktifler değerinin (veya işletme sermayesi) altında işlem gören hisselerden oluşan çeşitlemeli bir sepet seçmek. Düşük fiyat/kazanç oranı kriterini 1968 sonu ile 1971 ortası arasında DJIA'ya uyguladığımızda, kötü sonuçlar aldığımızı daha önce söylemiştik. İşletme sermayesi değerlerinin altında alınan hisseler için söyleyecek kötü bir sözümüz yok, ama burada tek dezavantaj bunun gibi fırsatların son on yıl içinde yavaş yavaş yok olmaya yüz tutması.

Ya diğer yöntemlere ne dersiniz? Bu kitabı yazarken bir dizi "deneme"

Tablo 15-1. Düşük Oranlı Sanayi Hisselerinden Oluşan Bir Portföy Örneği

31 Aralık 1971'de, Stock Guide'da Altı Kurala da Uyan İlk Onbeş Hisse

	Fiyat Ara. 1970	Hisse Başı Kâr Son 12 ay	Defter Değeri	S&P Sıralaması	Fiyat Şubat 1972
Aberdeen Mfg.	10 1/4	1.25$	9.33$	B	13 3/4
Alba-Waldensian	6 3/8	.68	9.06	B+	6 3/8
Albert's Inc.	8 1/2	1.00	8.48	Sy[a]	14
Allied Mills	24 1/2	2.68	24.38	B	18 1/4
Am. Maize Prod.	9 1/4	1.03	10.68	A	16 1/2
Am. Rubber& Plastics	13 3/4	1.58	15.06	B	15
Am. Smelt.&Ref.	27 1/2	3.69	25.30	B+	23 1/4
Anaconda	21	4.19	54.28	B+	19
Anderson Clayton	37 3/4	4.52	65.74	B+	52 1/2
Archer-Daniels-Mid.	32 1/2	3.51	31.35	B+	32 1/2
Bagdad Copper	22	2.69	18.54	Sy[a]	32
D.H. Baldwin	28	3.21	28.60	B+	50
Big Bear Stores	18 1/2	2.71	20.57	B+	39 1/2
Binks Mfg.	15 1/4	1.83	14.41	B+	21 1/2
Bluefield Supply	22 1/4	2.59	28.66	sy[a]	39 1/2[b]

[a] sy = sıralamada yok
[b] bölünmeye göre ayarlanmış

yapmıştık. Her biri tek ve belirli bir kritere dayanıyordu. Kullanılan verileri *Stock Guide*'da kolayca bulabiliyorduk. Her bir vakada, 1968 kapanış fiyatlarından 30 ayrı şirketin hisselerinden oluşan bir portföy oluşturup, bunu 30 Haziran 1971'de yeniden değerlendirdiğimizi varsaydık. Bu gelişigüzel seçilmiş portföylere uygulanan kriterler şunlardı: (1) Düşük bir fiyat/kazanç (en son açıklanan kârlar) oranı (sadece DJIA hisseleriyle sınırlı değil). (2) Yüksek kâr payı getirisi. (3) Çok uzun bir kâr payı ödeme sicili. (4) Çok büyük bir kuruluş (dolaşımdaki hisse senedi sayısına göre). (5) Sağlam ve kuvvetli bir mali yapı. (6) Düşük fiyat. (7) Daha önce erişilmiş en yüksek fiyata nazaran düşük bir fiyat. (8) Yüksek bir Standard& Poor's rating'i.

Stock Guide'da yukardaki kriterler için en az bir sütun tahsis edilmiş. Bu da yayıncının bu kriterlerin önemine inandığını gösteriyor. (Yukarıda da belirttiğimiz gibi, bunlara bir kriter daha eklememiz gerekir: Hisse başı net aktifler değeri.)

Yaptığımız çeşitli testlerin sonuçlarından elde edilen en önemli veriler, gelişigüzel alımı yapılan hisselerin performanslarıyla ilgiliydi. Bu perfor-

mansı, *Stock Guide*'ın hem 31 Aralık 1968 sayısının ilk satırında hem de 31 Ağustos 1971 sayısında bulunan hisselerden oluşan üç 30 hisselik portföy için test ettik. Bu iki tarih arasında, S&P bileşik endeksi hemen hemen hiç değişmezken, DJIA da %5 değer yitirmişti. Ama, *Guide*'dan, büyük bir olasılıkla daha büyük zararlar ettikleri için çıkarılan 19 kağıdı saymazsak, bizim gelişigüzel seçtiğimiz 90 hisse senedi ortalama %22 değer kaybetti. Bu nispi sonuçlar, daha küçük ve daha düşük kaliteli şirketlere ait hisse senedi fiyatlarının fazla şiştiğini gösteriyordu. Boğa piyasalarının ardından gelen düşüşlerde ise bu tür hisseler, yalnız büyük hisselerden çok daha fazla değer kaybetmekle kalmıyor aynı zamanda daha sonra toparlanmaları da daha uzun süre gerektiriyordu. Burada akıllı yatırımcının alacağı ders, eğer çok kelepir fiyatlar yakalanmazsa (sadece girişimci yatırımcı için), ikinci kalite kağıtlardan uzak durmaktır.

Portföy incelemelerimizden çıkarılacak diğer sonuçlar da şöyle özetlenebilir:

İncelenenlerin arasından sadece üç grup S&P bileşik endeksinden (ve dolayısıyla da DJIA'dan) daha iyi performans gösterdi: (1) En yüksek rating'i olan (A+) sanayi şirketleri %9$^{1/2}$ değer kazandı. Buna karşılık S&P sanayi endeksi %2.4, DJIA da %5.6 düşmüştü. (Ne var ki, 55 hisseden oluşan S&P kamu hizmetleri sektörü endeksi %14 düşerken, aynı dönemde elimizdeki on kamu hizmetleri şirketi %18 değer yitirdi.) Burada S&P rating sıralamasının çok iyi işlediğini de belirtmek gerekir. Yüksek rating'liler düşük rating'lilerden her durumda daha iyi performans gösterdi. (2) Endekslerdeki küçüş düşüşe karşılık, dolaşımda 50 milyondan daha fazla hisse senedi bulunan şirketler toplamda bir değişiklik yaşamadı. (3) Ne gariptir ki, yüksek fiyatı olan hisseler (100$'dan fazla) ortalama %1 yükseldi.

Yaptığımız testler arasında bir tanesi de *Stock Guide*'da olmayan defter değeri üzerineydi. Burada, bizim yatırım politikamızın aksine, büyük olmanın yanı sıra yüksek gayrimaddi değer taşıyan şirketlerin 2$^{1/2}$ yıllık tutma dönemi sonucunda bir bütün olarak çok iyi performans gösterdiklerini gördük. ("Gayrimaddi değer" derken defter değerini aşan tutardan bahsediyoruz.) "Gayrimaddi değer devleri" listemiz, her biri bir milyar doların üzerinde gayrimaddi değeri olan ve bu değerin piyasa fiyatlarının yarısını meydana getirdiği 30 hisseden oluşuyordu. 1968 yılı sonunda, bu gayrimaddi değer kalemlerinin toplam piyasa değeri 120 milyar dolardı! Bu iyimser piyasa değerlemelerine rağmen, grup Aralık 1968 ilâ Ağustos 1971 arasında %15 değerlendi ve incelenen 20 kadar grubun arasında en iyisi oldu.

Bu gerçek, yatırım politikalarını içeren herhangi bir incelemenin dışında bırakılamaz. Büyüklük, mükemmel bir geçmiş kârlılık sicili, şirketin ileride de aynı kârlılıkla performans göstereceği beklentisi ve geçmiş yıllarda gerçekleşen kuvvetli bir fiyat hareketi gibi avantajları bünyesinde toplayan

şirketlerin ivmesi daha güçlü oluyor. Bizim niceliksel standartlarımıza göre fiyatları biraz fazla şişmiş gibi görünse bile temelde yatan piyasa momentumu bu hisseleri daha çok uzun bir süre besleyebilir. (Doğal olarak, bu varsayımların hepsi her bireysel hisse senedi için geçerli olmayacaktır. Örneğin, tartışılmaz gayrimaddi değer öncülerinden olan IBM'in fiyatı, sözü geçen 30 aylık dönem içerisinde 315'ten 304'e indi.) Başarılı piyasa performansının ne kadarının "gerçek" veya nesnel yatırım niteliklerine ne kadarının da uzun zamandır mevcut bulunan popülariteye dayandığını belirlemek çok zordur. Burada her iki unsurun da önemli olduğu şüphe götürmez. Gayrimaddi değer devlerinin uzun vadedeki ve son dönemdeki piyasa hareketleri, bunların çeşitlemeli bir portföyün birer parçası olması gerektiğini göstermektedir. Ancak bizim tercihimiz yine de piyasa değerinin en az üçte ikisi kadar aktiflere sahip olmak gibi uygun yatırım unsurlarını bir araya getiren türlerden yana olacaktır.

Diğer kriterleri kullanan testler, tek bir olumlu unsuru baz alan gelişigüzel seçilmiş listelerin o unsurun tam tersi unsuru baz alan listelerden daha iyi performans gösterdiklerini açığa vuruyor. Örneğin, bu dönem zarfında, düşük fiyat/kazanç oranlı hisseler yüksek oranlılardan daha az düşmüş. Uzun zamandır kâr payı ödeyen şirketler 1968 sonunda kâr payı vermeyenlerden daha az değer kaybetmiş. Bu doğrultuda, sonuçlar seçilen hisselerin niceliksel kriterlere uymaları gerektiği görüşümüzü destekliyor.

Son olarak, seçtiğimiz listenin S&P bileşik endeksinden çok daha kötü performans göstermesi hakkında bir yorum yapalım. S&P içerdiği her şirketin büyüklüğüne göre ağırlıklıdır. Halbuki bizim listemiz her bir şirketten birer hisse alarak oluşturulmuştu. Elbette ki S&P yönteminde daha büyük şirketlere daha fazla ağırlık tanınması sonuçlar üzerinde çok büyük bir etki yaptı. Bu da büyük şirketlerin sıradan olanlara karşılık daha sağlam ve istikrarlı bir performansa sahip olacaklarını bir kez daha gösteriyor.

Kelepir Hisseler veya Net Cari Aktif Hisseleri

Yukarıdaki testlere net cari aktif değerlerinden daha ucuza aldığımız hisselerin sonuçlarını dahil etmedik. Bunun nedeni, 1968 sonunda, *Stock Guide*'da bu gibi hisselerden ancak birkaç tane bulunmasıdır. Ama manzara 1970 yılında değişmiş ve o yılın düşüşünün getirdiği fiyatlar birçok hissenin işletme sermayesinin altında bir fiyatta alınabilmesine olanak tanımıştır. Sadece net cari aktif değerlerinin altında (sabit ve diğer varlıkları sıfır sayıp diğer pasifleri düştükten sonra) bir fiyattan alınmış olan hisselerin getirileri daha iyi olur demek, hep gülünç seviyede basit bir cümle olmuştur ve olmaya da devam edecektir. Ancak geçmişe baktığınızda, 1923-1957 arasındaki otuz yıllık dönemde (1930-1932 kriz dönemi haricinde) bunun doğru çıktığını görürsünüz.

1971 başında, *Stock Guide*'da net cari aktiflerine eşit değerde veya altında işlem gören 50 kadar hisse vardı. Beklenilebileceği gibi, bunların bir çoğu 1970 gibi kötü bir yılda pek iyi performans göstermiyordu. Son 12 aylık dönemde zarar gösterenleri çıkarırsak, hâlâ çeşitlemeli bir portföy oluşturacak sayıda hisse bulabiliriz.

Tablo 15-2, 1970'in düşük fiyatlarında işletme sermayeleri değerlerinin altında işlem gören hisseler hakkında bazı verileri içeriyor. Burada sergilenen hisse fiyatı dalgalanmaları üzerinde biraz düşünmek gerekiyor. Nasıl oluyor da ülke çapında herkesin bildiği ve kullandığı marka ve ürünlere sahip olan böyle sağlam ve oturmuş şirketler, daha iyi kâr eden diğerleri bilançolarının göstermiş olduğu değerlerin milyarlarca dolar üzerinde işlem görürken, böyle düşük değerlemelere maruz kalıyorlar? "Eski günlerden" kalma bir sözü bir kez daha tekrarlayacak olursak, maddi olmayan varlıkların bir unsuru olarak gayrimaddi değer özellikle bir "markadan" kaynaklanır. Çarşaflarda Lady Pepperell, mayolarda Jantzen, kalemlerde Parker isimleri elbette değerli varlıklardır. Ama şimdi, eğer "piyasa şirketi beğenmiyorsa" sadece bilinen o markalar değil aynı zamanda şirket arazilerinin, binalarının, makinelerinin ve aklınıza ne geliyorsa bütün mallarının değeri bir hiçe indirgenir. Pascal "Kalbin kendine has nedenleri vardır ama akıl bunları anlayamaz." demişti. Burada "kalp" yerine "Wall Street"i koyabilirsiniz.

Tablo 15-2. 1970 Yılında Net Cari Aktif Değerinde veya Altında İşlem Gören Tanınmış Şirketlerin Hisseleri

Şirket	*1970 Fiyatı*	*Hisse Başı Net Cari Aktif Değeri*	*Hisse Başı Defter Değeri*	*Hisse Başı Kâr 1970*	*Şimdiki Kâr Payı*	*1970 Öncesi En Yüksek Fiyat*
Cone Mills	13	18$	39.3$	1.51$	1.00$	411/2
Jantzen Inc.	$11^{1/8}$	12	16.3	1.27	.60	37
National Presto	$21^{1/2}$	27	31.7	6.15	1.00	45
Parker Pen	$9^{1/4}$	$9^{1/2}$	16.6	1.62	.60	$31^{1/4}$
West Point Pepperell	$16^{1/4}$	$20^{1/2}$	39.4	1.82	1.50	64

Akla başka bir çelişki daha geliyor. İşler iyiyken ve yeni kağıtlar kolayca satılabiliyorken kalitesiz halka arzlar da ortaya çıkmaya başlar. Bunlar kısa sürede alıcı bulur ve fiyatları aktif ve kazançlarıyla karşılaştırıldıklarında hemen o kadar yükseklere fırlar ki IBM, Xerox, Polaroid gibi şirketlerin hisseleri sanki "çöp" gibi gözükür. Wall Street de bu deliliğe memnu-

niyetle kucak açar ve o kaçınılmaz fiyat çöküşüne kadar da bu çılgınlığı kimse durdurmaya kalkmaz. (Burada SEC, şeffaflık talep etmekten veya eğer kötü bir şeylerin kokusunu almışsa bir soruşturma açmak ve ılımlı cezalar vermekten başka bir şey yapamaz. Spekülatif kitle, bu aşamada bunlara hiç aldırış etmez.) Bu küçük ve feci şekilde şişirilmiş şirketler ortadan yok olduklarında da herkes işi felsefeye vurur ve "Bu oyunun bir parçasıdır" der. Kaybedenler, aynı hataya bir kez daha düşmeyeceğine yemin eder ama bir sonraki yükseliş dalgasında, bu yemin çoktan unutulmuş olur.

Okur bu "ders" için teşekkür edip ya "kelepir hisselere" ne oldu diye soracaktır. Ciddi bir risk almadan bunlardan para kazanılabilir mi? Elbette. Ama eğer bunlardan çeşitlemeli bir portföy oluşturacak kadar yeterli sayıda bulunabilirse ve alıştan hemen sonra çıkış başlamaz ise ve sabırla beklenirse... Bazen bekleme süresi çok uzayabilir. Bir önceki baskımızda Burton-Dizie Corp. örneğini vermiştik. Şirketin hisseleri 20'den işlem görüyordu. Buna karşılık net cari aktif değeri 30, defter değeri de 50 idi. Bu kağıttan kısa sürede kâr etmek zor gibiydi. Ancak Ağustos 1967'de hissedarlara $53^{3/4}$gibi hemen hemen defter değerine eşit bir miktar teklif edildi. Hisseleri Mart 1964'de 20'den almış bulunan sabırlı bir yatırımcı $3^{1/2}$ yıl içinde %165 kâr etti. Bu bileşik olarak bile hesap edilmeden yılda %47'ye tekabül eder. Bizim bildiğimiz birçok kelepir hisse, daha uzun sürede yükselişe geçti ve getirileri bu örnekteki kadar yüksek olmadı. Buna benzer bir durumdan da (National Presto Industries) 7. bölümde bahsetmiştik.

Özel Durumlar Veya İnce Hesaplar

Bu konuya da, girişimci yatırımcıların alanına girdiği için, burada kısaca değinelim. Daha önce ayrıntıları nasıl olsa görmüştük. Burada bazı örnekler verip açık fikirli ve tetikte yatırımcılar için ne anlama geldikleri hakkında yorumlar yapacağız.

Bu durumların üç tanesi 1971 başlarında oluşmuştu:

DURUM 1. Kayser-Roth'un Borden tarafından alınması. Ocak 1971'de, Borden Inc., Kayser-Roth'un 1 hissesine karşılık kendi hisselerinden $1^{1/3}$ adet vererek kontrolü ele geçirme plânını açıklamıştı. Ertesi gün, Borden 26'da, Kayser-Roth da 28'de kapattı. Eğer bir "işlemci" bu fiyatlardan 300 Kayser-Roth hissesi alıp 400 Borden satmış olsaydı ve yukarıda açıklanmış olan anlaşma da gerçekleşseydi %24 kâr ederdi (eksi komisyon ve diğer maliyetler). Eğer anlaşmanın gerçekleşmesi altı ay alsaydı yıllık kâr oranı %40 olurdu.

DURUM 2. Kasım 1970'de, National Biscuit Co., Aurora Plastics Co.'yu 11$ nakit karşılığı ele geçirmeyi teklif etti. Hisse o sıralar $8^{1/2}$'den işlem görüyordu. Kasım ayını 9'da kapattı ve yıl sonuna kadar da orada kal-

dı. Burada başta görünen brüt kâr, işin gerçekleşmeme ve zaman riskine bağlı kalmak kaydıyla, %25 idi.

DURUM 3. Faaliyetini durdurmuş olan Universal-Marion Co., hissedarlarından tasfiye kararını onaylamalarını talep etti. Şirketin mali işler müdürü hisse başı defter değerinin 28 1/2 olduğunu belirlemişti. Bu tutarın büyük bir bölümü likit durumdaydı. Hisse 1970 yılını 21 1/2de kapattı. Bu fiyat tasfiye anında defter değeri gerçekleştiği takdirde %30 kâra tekabül edecekti.

Bunun gibi operasyonlar, eğer riski dağıtmak için çeşitlemeli olarak yılda meselâ %20 veya daha fazla kâr ettirecek biçimde yapılabilirse anlamlı olur. Bu kitap bu gibi "özel durumlar"ı konu almadığı için burada işin ayrıntılarına girmeyeceğiz. Çünkü bu konu ayrı bir uzmanlık dalı.

Bu alanda iki çelişkili duruma bir göz atalım. Bir yandan, son yıllarda aralarından seçim yapılabilecek bu gibi durumların sayısında çok büyük bir artış var (meselâ on yıl öncesi ile karşılaştırıldığında). Bu durum, şirketlerin yeni şirket alımları yaparak operasyonlarını çeşitleme çılgınlığına girmelerinin bir sonucu olarak ortaya çıktı. 1970 yılında gerçekleşen "şirket birleşmelerinin" sayısı 5000 idi (1969'da 6000) ve bu anlaşmaların değerleri milyarlarca dolara ulaşıyordu. Bu 5000 birleşmenin belki de çok azı bir özel durumlar işlemcisi için belirgin fırsatlar oluşturuyordu. Bu fırsatlar, yatırımcıyı analiz ve seçim işi ile meşgul edecek kadar önemli kazançlar sunuyordu.

Öte yandan, bu birleşme açıklamalarının çoğu sonuca ulaşmadı ve birleşmeler gerçekleşmedi. Bu durumlarda tabii ki beklenen kârlar da gerçekleşmedi ve aksine beraberinde büyük ve ciddi zararlar getirdi. Bu yarıda kalan operasyonların nedenleri çok çeşitliydi. Bunların arasında hissedarların razı olmaması, tekelciliği önleme yasalarının devreye girişi, piyasa koşullarının değişmesi, yeni analizlerin olumsuzluklara işaret etmesi, ayrıntılarda anlaşmazlıklara düşmek ve diğerleri gibi birçok neden sayılabilir. Burada elbette ki yapılacak iş, deneyimle kuvvetlendirilmiş bir yargı yeteneğine sahip olmak ve gerçekleşme olasılığı yüksek olan ve aynı zamanda gerçekleşmediği takdirde de en az zarara yol açacak birleşmeleri seçmektir.

Yukarıdaki Örnekler Hakkında İlâve Yorumlar

KAYSER-ROTH. Bu bölüm yazılırken, şirket yöneticileri Borden teklifini reddettiler (Ocak 1971). Yapılan işlemler eğer hemen tasfiye edilseydi toplam zarar, komisyonlar da dahil olmak üzere Kayser-Roth hisselerinin maliyetinin %12'sine tekabül edecekti.

AURORA PLASTICS. Bu şirketin 1970 yılındaki kötü performansı yü-

zünden birleşme koşulları tekrar ele alındı ve fiyat $10^{1/2}$'ye düşürüldü. Ödeme Mayıs sonunda yapıldı ve gerçekleşen kâr yaklaşık %25 civarında oldu.

UNIVERSAL-MARION. Şirket zamanında ve düzgün bir şekilde, hisse başı 7$ değerinde bir ön nakit ve hisse senedi dağıtımı gerçekleştirerek yatırımın değerini $14^{1/2}$'ye indirdi. Ne var ki, piyasa fiyatı daha sonra 13'e kadar düştü ve tasfiyenin nihai sonucu hakkında şüphelere yol açtı.

Yukarıda verilen üç örneğin 1971'de ortaya çıkan "ince hesap ve arbitraj" fırsatlarını yeterli bir miktarda temsil ettiğini varsayarsak, gelişigüzel girildikleri takdirde pek cazip olmayacakları açıkça görünüyor. Bu alana daha çok yeterli deneyim ve becerileri olan profesyoneller girebilir.

Bölümü kapatmadan ışık tutmak istediğimiz ilginç bir nokta daha var. 1971 sonunda, Kayser-Roth hisselerinin değeri 20'ye düştü. Bu aşamada Borden'in hisseleri 25'den işlem görüyordu ki bu teklifin koşulları altında 33 Kayser-Roth hissesine bedeldi. Ya yönetciler Borden'in teklifini geri çevirmekle büyük bir hata yapmışlardı ya da Kayser-Roth hisseleri piyasada değerlerinin çok altında işlem görüyordu. Bu da menkul kıymet analistinin ele alması gereken noktalardan bir başkası...

BÖLÜM

16

Değiştirilebilir Tahviller ve Varantlar

Değiştirilebilir tahviller ve varantlar, finans dünyasında son yıllarda çok önemli bir yer tutmaya başladı. Buna paralel olarak, hisse opsiyonu varantlarının da -belirli bir fiyattan hisse alımına dair uzun vadeli haklar-sayısı bir hayli arttı. Standard&Poor's'un *Stock Guide*'ında kote edilen tercihli menkul kıymetlerin yarısından fazlasının çevrilebilme ayrıcalığı var ve bu ayrıcalık, 1968-1970 yılı arasında şirket tahvilleriyle yapılan finansman için de geçerli. Amerikan Stock Exchange'de en az 60 değişik hisse opsiyonu varantı işlem görüyor. 1970 yılında, tarihte ilk kez, New York Stock Exchange'de de 31,400,000 American Tel.&Tel. hisselerini 52$'dan alma hakkını veren uzun vadeli varantlar kote edilmeye başlandı. "Anne Bell" bu işi başlattığına göre bu tip fabrikasyonların arkası gelecektir.* (Daha sonradan da göreceğimiz gibi bunlar gerçekten de fabrikasyon işi.)

Tüm tabloya bakacak olursak, değiştirilebilir tahvillerin varantlardan çok daha önemli bir yer tuttuğunu görürüz ve önce bu menkul kıymeti inceleyeceğiz. Yatırımcı açısından ele alınması gereken iki ana konu var. Birincisi, bu menkul kıymetler, yatırım fırsatı ve riskleri açısından ne gibi özellikler taşıyor? İkincisi, bu tahvillerin mevcudiyeti bağlı oldukları hisse senetlerinin değerlerini nasıl etkiliyor?

Değiştirilebilir tahvillerin özellikle hem yatırımcı hem de çıkartan şirket için avantajlı olduğu iddia edilir. Yatırımcı hem bono veya tercihli hisselerin daha emniyetli olan korunması altındadır hem de hisselerde meydana gelebilecek bir yükselmeye katılma fırsatına sahiptir. Tahvili çıkartan ise daha düşük bir faiz veya tercihli kâr payı maliyetiyle nakit finansman bulur ve beklenen gelişme düzeyi yakalanırsa tahvili ve dolayısıyla mali-

* Şirketin logosundaki çan resmi dolayısıyla İngilizce'de çan anlamına gelen "Bell" diye adlandırılır. Telefonu icat eden de Alexander Graham Bell'di. "Anne" denmesinin sebebi de anti-tekelcilik yasaları dolayısıyla birkaç yerel şirkete parçalanmış olan telefon kurumunun ana şirketinin söz konusu olmasıdır.

yetini tasfiye ederek yükümlülüğünü hisse senetlerine çevirebilir. Dolayısıyla işleme taraf olan her iki katılımcı da memnun olur.

Yukarıdaki paragrafın mutlaka bir şeyleri abarttığı belli: Çünkü her iki tarafın da memnun olacağı mucizevi bir aracın var olacağını düşünmek pek gerçekçi olamaz. Yatırımcı, değiştirebilme ayrıcalığı karşılığında kalite, getiri veya her ikisi gibi önemli bir unsurdan feragat eder.[1] Konuya diğer açıdan bakarsak, eğer bir şirket bu değiştirebilme özelliği sayesinde daha ucuz finansman bulabiliyorsa, bunun karşılığında ileride oluşabilecek bir kazanç refah düzeyinin bir bölümünü hissedara teslim etmeye razı olur. Bu tür menkul kıymetlerin lehine ve aleyhine çeşitli tartışmalar yürütülebilir. Burada ulaşılabilecek en güvenceli sonuç, değiştirilebilir kağıtların diğer herhangi bir menkul kıymet gibi ne avantajı ne de dezavantajı garanti etmeyişidir. Avantaj veya dezavantajı bireysel kağıdın temelinde yatan tüm unsurlar belirler.

Ne var ki, bir boğa piyasasının son aşamalarında arz edilen değiştirilebilir tahvillerin genelde kötü getiriler sağlayacağını biliyoruz. (Ne yazık ki geçmişte değiştirilebilir tahvillerle yapılan finansmanın çoğunluğu bu iyimserlik dönemlerinde gerçekleştirilmiştir.) Hisse senedi piyasasında meydana gelebilecek bir düşüş, değiştirme işlemini gittikçe daha az cazip kılacağından kötü sonuçlar kaçınılmaz olur ve kağıdın güvenilirliği konusunda şüphelere yol açar. Burada ilk baskımızda verdiğimiz örneği tekrarlayacak ve 1949'da başlayan müthiş boğa piyasasından önce 1946'da sona ermiş olan yukarı hareketin sonlarında arz olunan değiştirilebilir ve düz (değiştirilemez) tercihlilerin karşılaştırmalı fiyat hareketlerini inceleyeceğiz.

1967-1970 arası için bir karşılaştırma yapmak güç. Çünkü o yıllarda hemen hemen hiç normal veya düz diyebileceğimiz arz yapılmadı. Ancak değiştirilebilir tercihli hisselerin fiyatında Aralık 1967-Aralık 1970 arası meydana gelen ortalama düşüşün, hisse senetlerindeki düşüşten (sadece %5) daha fazla olduğunu kolayca kanıtlayabiliriz. Ayrıca değiştirilebilir kağıtlar, Tablo 16-2'de örnek olarak seçilmiş çeşitli türdeki 20 kağıtta da görüldüğü gibi, Aralık 1968 ilâ Aralık 1970 arasındaki dönemde, daha eskiden çıkarılmış olan düz kağıtlardan daha kötü performans gösterdi. Bu karşılaştırma, değiştirilebilir menkul kıymetlerin göreceli olarak daha düşük kaliteli olduğunu ortaya koydu. Üstelik bu menkul kıymetler, spekülatif çıkışlar dışında genel piyasadan daha kötü performans gösteren hisse

1. Bu nokta, Ford Motor Finance Co.'nun Kasım 1971'de aynı anda çıkardığı iki tahvilde açıkça görünüyor. Bunlardan birisi %7 $^{1/2}$ getirisi olan 20 yıl vadeli bir değiştirilemez tahvildi. Diğer tahvil ise 25 yıl vadeli, talep sırasına göre birinci tahvilden sonra devreye girecek olan ve sadece %4 $^{1/2}$ getirisi olan bir menkul kıymetti. Ancak ikincisi, Ford Motor hisselerine çevrilebilirdi. O dönemde hisselerin fiyatı 68 $^{1/2}$ idi. Bu değiştirme hakkını elde edebilmek için, yatırımcı gelirin %40'ından feragat etmiş ve küçük finansör rolüne razı olmuştu.

senetlerine bağlanmıştı. Bu gözlemler elbette her değiştirilebilir kıymet için geçerli olamaz. Özellikle 1968 ve 1969'da, birçok kuvvetli şirket, birinci kalite tahviller için bile geçerli olan aşırı şişmiş faiz oranlarıyla savaşmak için değiştirilebilir tahvilleri kullandılar. Ancak örnek olarak seçtiğimiz 20 değiştirilebilir tercihli arasından sadece bir tanesinin yükselmiş ve 14 tanesinin de ciddi kayıplar vermiş olması da dikkate değer.

Tablo 16-1. 1946'da Arz Olunan Yeni Tercihli Hisselerin Fiyat Sicili

Arz Fiyatından En Düşüğe Fiyat Değişimi (Temmuz 1947'ye Kadar)	"Düz" Tahviller	Değiştirilebilir ve Katılımcı Tahviller
	(arz olunan menkul kıymet adedi)	
Düşüş yok	7	0
% 0-10 düşüş	16	2
%10-20 düşüş	11	6
%20-40 düşüş	3	22
%40 veya daha fazla düşüş	0	12
	37	42
Ortalama düşüş	Takribi %9	Takribi %30

Bu verilerden çıkarılacak sonuç değiştirilebilir tahvillerin değiştirilemez veya "düz" olanlardan daha az cazip oldukları değildir. Diğer tüm faktörler aynı kaldığında bu yargının tam tersi bile gerçekleşebilir. Ama uygulamada diğer tüm faktörlerin aynı kalmadığını ve değiştirilebilirlik ayrıcalığının eklenmesinin kağıdın genellikle yatırım kalitesini düşürdüğünü görüyoruz.

Tablo 16-2. Tercihli Hisseler, Adi Hisseler ve Varantların Fiyat Sicili
Aralık 1970 ve Aralık 1968 Karşılaştırması

	Düz Tercihli Hisseler A veya daha iyi rating'i olanlar	A'nın altında rating'i olanlar	Değiştirilebilir Tercihli Hisseler	Kote Edilen Adi Hisseler	Varantlar
Yükselişler	2	0	1	2	1
Düşüşler:					
% 0-10	3	3	3	4	0
%10-20	14	10	2	1	0
%20-40	1	5	5	6	1
%40 veya fazla	0	0	9	7	18
Ortalama Düşüş	%10	%17	%29	%33	%65

(Standard&Poor's'un 500 hisseden oluşan bileşik endeksi %11.3 düştü.)

Değiştirilebilir bir tercihli hissenin aynı şirketin adi hisselerinden daha emniyetli olduğu doğrudur. Çünkü anaparanın kaybolma riski daha azdır. Dolayısıyla adi hisse senedi yerine yeni değiştirilebilirleri almak mantıklı olur. Ancak daha işin başında adi hisseleri mevcut piyasa fiyatından almak akıllı bir iş olmayacaksa, değiştirilebilir tercihlilerin de manzarayı pek değiştirmesi beklenemez. Üstelik, değiştirilebilir kağıt alımlarının büyük bir çoğunluğu, o şirketin normal (adi) hisselerini almayı akıldan bile geçirmeyen, ancak hem finansör olmak hem de aynı zamanda değiştirme hakkına sahip olmanın verdiği ayrıcalığın cazibesine kapılan kişilerce yapıldığını görürüz. Bu iki ayrıcalığın bileşimi bazen kârlı olur ama olmadığı zamanlar daha fazladır.

Değiştirilebilir tahvillere sahip olmanın bir de çoğu yatırımcının fark edemediği bir sorunu vardır. Ortada bir kâr olsa bile bir ikilem mevcuttur. Küçük bir yükselişte satmalı mı yoksa daha büyük bir yükseliş olasılığına karşı beklemeli mi? Tahvil itfa edildiğinde, satmalı mı yoksa değiştirip hisseleri tutmalı mı?

Bu noktada somut bir şekilde konuşmak gerekir: Diyelim ki %6 kuponlu bir değiştirilebilir tahvili nominal değerden (100) aldınız. Tahvil hisselere 25'te değiştirilebilir. Yani her bir 1000$'lık tahvil için 40 hisse alacaksınız. Hisseler 30'a yükselir ve tahvilin değerini 120'ye çıkarır ve dolayısıyla da piyasada 125'den işlem görmeye başlar. Ya satar ya da tutarsınız. Eğer fiyatların yükseleceği ümidiyle tutarsanız, aynen bir hisse senedi yatırımcısı gibi davranmış olursunuz. Çünkü eğer hisse senedi düşerse, tahvilin fiyatı da düşecektir. Burada muhafazakâr bir kişi, poziyonunun 125'ten sonra artık fazla spekülatif olduğunu düşünerek satar ve %25 kâr eder.

Buraya kadar iyi. Ama olayı biraz daha izleyelim. Çoğu kez, 125'te satış yapıldıktan sonra hisseler yükselmeye devam eder ve tahvilin de fiyatını yükseltir. Yatırımcı da erken satmış olmanın acısını duymaya başlar. Bir dahaki sefere 150'ye veya 200'e kadar bekleyecektir. Tahvil 140'a çıkar ve satmaz. Daha sonra piyasa kırılır ve fiyat 80'e düşer. Şimdi yine hatalı çıkmıştır.

Bu kötü tahminleri yapmanın verdiği zihinsel ısdırabın yanı sıra, değiştirilebilir tahvillerle ilgili bir de aritmetik dezavantaj bulunur. Diğer yatırım araçlarına da uygulanan, %25 veya %30 kârda sat gibi mantıklı ve sağlam bir politikanın burada da işleyeceği varsayılabilir. Dolayısıyla bu politika kâra bir yukarı limit koyar ve bu kârlar ancak işler iyi giderse gerçekleşir. Ancak bu kağıtların temeli genellikle zayıf olduğundan ve bir boğa piyasasının son aşamalarında arz olunduklarından, bunların çoğu 125'e ulaşamaz, ama piyasa geri döndüğünde aynı süratle düşmeye başlar. Dolayısıyla değiştirilebilir tahvillerdeki spekülatif fırsatlar uygulamada biraz hayali gibi görünmektedir. Geçmişe dönüp baktığımızda gerçekleşmiş kârlar kadar da zararlar olduğunu görürüz.

1950-1968 boğa piyasasının olağanüstü uzunluğu dolayısıyla değiştirilebilir tahvillerin bu 18 yıllık performansı da parlak oldu. Ancak adi hisselerin çoğunluğunun fiyatları bu boğa piyasasında yükseldiği için, değiştirilebilir kağıtların fiyatlarının da yükselmiş olması normaldir. Değiştirilebilir arzlara yatırım yapmanın sağlamlığı, ancak düşen bir piyasada gösterdikleri performansla ölçülebilir. Bu kriter açsından değiştirilebilir menkul değerler çoğu kez hayal kırıklığı yarattı.

1949'daki ilk baskımızda, bir değiştirilebilir tahvilin fiyatı yükseldiğinde "ne yapmak" gerektiği konusunda açıklama yapmıştık. Verdiğimiz birçok örnek gibi bu açıklama da kendi yatırım deneyimimizden kaynaklanıyor. Seçme bir grup yatırım fonunun üyesiyken bu fon halka kapalı özel bir arzla çıkarılan Eversharp Co.'nun %$4^{1/2}$ kuponlu değiştirilebilir borç senetlerine nominal fiyattan katılım yaptı. Tahviller hisse başı 40$'dan hisse senetlerine çevrilebilme hakkına sahipti. Hisseler kısa sürede $65^{1/2}$'ye yükseldi ve sonra da (ikiye üç bölünerek) 88'e çıktı. Bu fiyat, değiştirilebilir tahvillerin fiyatını 220'ye çıkardı. Bu aşamada tahvil ufak bir primle itfa edildi ve hemen her yatırımcı değiştirme hakkını kullanarak hisselere döndü. Bundan hemen sonra fiyatlar düşüşe geçti ve hisse senedi Mart 1948'de $7^{1/2}$'den işlem görüyordu. Bu düzey, tahvillerin fiyatını 27'ye getiriyordu. Başta oluşmuş olan %100 kâr yerine, işin sonunda %75 zarar ortaya çıkmıştı.

Bu öyküde, canalıcı nokta şudur: Alıcıların çoğunluğu tahvillerini değiştirip hisse senedi aldı ve alınan hisse senetlerini düşüş boyunca elde tutmayı tercih etti. Bu yatırımcılar böylece şu eski Wall Street deyişine ters düştü: "Değiştirilebilir bir tahvili asla değiştirmeyin." Çünkü, tahvili değiştirdiğiniz anda, önceden sahip olduğunuz hem faiz alma hem de cazip seviyelerde kâr etme gibi iki stratejik haktan feragat ediyorsunuz. Bunu yapınca genellikle yatırımcı rolünden çıkıp spekülatör rolüne giriyorsunuz. Hem de en kötü zamanda...(Çünkü zaten fiyat yükselmiştir.) Eğer "değiştirilebilir bir tahvili asla değiştirmeyin" iyi bir kuralsa, nasıl oldu da bu deneyimli fon yöneticileri, değiştirip o utanç verici zarara maruz kaldılar? Cavap çok basittir: Bu kişiler, kendilerini piyasanın olumlu hareketine kaptırıp şirketin iyi performansına ebediyen devam edeceği coşkusuna kapıldılar ve ihtiyatı elden bıraktılar. Bu aşamada yine eski bir deyişi hatırlatalım: "Söylediğim gibi yap, yaptığım gibi değil."

Yeni değiştirilebilir tahvillere artık pek fazla güven duymuyoruz. Bunlar alınmadan önce çok sıkı bir incelemeden geçirilmelidir. Bu şekilde ayrıntılı analizler yapıldığında bile reddetmenin çok zor olduğu arzlarla karşılaşabilirsiniz.Burada ideal bileşim, mevcut piyasa fiyatından ancak az bir miktar yukarıda bir fiyattan, hisse senetleriyle (hisse senetlerinin kendilerinin de cazip durumda olması gerekir) değiştirilebilir emniyetli bir tahvil olmasıdır. Ara sıra böyle bir fırsat çıkar. Ama menkul kıymet piyasalarının

doğası nedeniyle, bu fırsatların yeni arzlardan ziyade genellikle eski kağıtlarda ortaya çıktığını görürüz. (Eğer yeni bir arz gerçekten de sağlamsa, değiştirme hakları pek cazip olmaz.)

Standart bir arzda ne verilip neyin tutulduğu arasındaki ince dengeyi göstermek için American Tel.&Tel.'in sık sık kullandığı türe bakalım. Şirket 1913-1957 arasında bu değiştirilebilir tahvillerden 9 tane sattı. Bu satışların çoğu hissedarlardan talep toplama yoluyla yapıldı. Değiştirilebilir tahvillerin şirket için önemli bir avantajı da hisse senetlerine göre çok daha geniş bir yelpazeden alıcıları çekmesiydi. Bunların bir bölümü, hisse senedi alımı yapma yasağı bulunan ve devasa finansal kaynaklara sahip olan kurumlardı. Bu şirketin tahvillerindeki faiz getirisi, hisse senedindeki kâr payı getirisinin genellikle yarısından az oldu. Şirket 40 yıl boyunca (1919'dan 1959 hisse bölünmesine kadar) 9$ kâr payı ödeme politikasını muhafaza etti. Bu nedenle, hemen her değiştirilebilir tahvil, hisse senetleriyle değiştirildi. Sonuçta bu tür tahvil sahipleri kârlı çıktı ama bunların kazancı hisse senedi alıcıları kadar yüksek olmadı. Bu örnek American Tel.&Tel. gibi bir şirketin sağlamlığını gösteriyor ama değiştirilebilir tahvillerinkini değil. Bunların uygulamada da sağlam olduklarını görmek için hisse senetlerinin pek iyi performans göstermediği durumlarda da iyi getiriler verdiklerini görmemiz gerekir. Bu gibi durumları bulmak pek kolay değil.

Değiştirilebilir Tahvillerin Hisse Senetleri Üzerindeki Etkileri

Değiştirilebilir tahvillerin çoğunluğu bir şirket birleşmesi veya alımı durumunda piyasaya sürülüyor. Bu türün belki de en çarpıcı örneği NVF Corp.'un %5 kuponlu değiştirilebilir tahvillerinin neredeyse 100 milyon dolarlık bir miktarını varantlarla beraber Sharon Steel Co.'nun adi hisselerinin çoğunluğuyla değiştirilmek üzere arz etmiş olmasıdır. Bu olağanüstü operasyondan bir sonraki bölümde bahsedeceğiz. Böyle bir işlem sonunda normal olarak hisse başı kârlarda proforma bir artışa ve bu sözde artış dolayısıyla hisse fiyatlarında bir yükselişe yol açar. Ancak hisselerin yükselişi aynı zamanda şirket yönetiminin hissedarlar için daha fazla para kazanmaya yönelik bir enerji, girişim ve yeteneğin kanıtlarını göstermiş olması sonucunda da ortaya çıkmış olabilir. Ancak bunlara karşılık, özellikle iyimser havalarda tamamıyle gözardı edilen olumsuz sonuçlara da rastlanabilir. Bunlardan biri, hissenin mevcut ve gelecek kazançlarının değiştirebilme hakları dolayısıyla gerçekleşen aritmetik sulandırmadır. Bu sulandırmanın miktarını bulmanın bir yöntemi son kazançlara bakmaktır. Her değiştirilebilir hisse veya tahvil, gerçekten de değiştirilirse, yeni hisse başı kazançların ne seviyede olacağı da hesaplanabilir. Birçok şirkette hisse başı kazançlarda ortaya çıkan bu düşüş pek önemli tutarlarda olmaz. Ancak istisnai durumlarda, bu rakamlar da tehlikeli seviyelere doğru büyüyebi-

lir. Bu el çabukluğunu en çok hızla büyüyen holdingler uygular. Tablo 16-3'de değiştirilmek üzere veya varant şeklinde büyük miktarlarda hissesi bulunan yedi şirketi sıralıyoruz.

Tablo 16-3. 1969 Sonunda Değiştirilmek Üzere Veya Varant Şeklinde Büyük Miktarlarda Hissesi Bulunan Yedi Şirket (hisse adedi 1000'le çarpılacak)

Tedavüldeki Adi Hisse Adedi	*Arz Olunabilecek İlave Adi Hisse Adedi*	*Değiştirilebilecek Aletler*	*Toplam İlave Adi Hisse Adedi*	*Tahviller*	*Tercihli Hisseler Varantlara Karşı*
Avco Corp.	11,470	1,750	10,436	3,085	15,271
Gulf & Western Inc.	14,964	9,671	5,632	6,951	22,260
International Tel.&Tel.	67,393	190	48,115		48,305
Ling-Temco-Vought	4,410[a]	1,180	685	7,564	9,429
National General	4,910	4,530		12,170	16,700
Northwest Industries[b]	7,433		11,467	1,513	12,980
Rapid American	3,591	426	1,503	8,000	9,929

[a] "Özel Hisseleri" de içeriyor.
[b] 1970 sonunda.

Adi Hisselerden Tercihlilere Değiştirmeler

Yıllar önce, 1956'da, bir şirketin adi hisseleri tercihlilerinden daha fazla getiri sağlardı. Bu fazlalık, özellikle tercihli hissenin piyasa fiyatına yakın bir yerde değiştirilebilme hakkı bulunduğu durumlar için geçerliydi. Şimdilerde tam tersi geçerli. Dolayısıyla, piyasada bağlı oldukları adi hisselerden çok daha cazip görünen yüksek miktarda tercihli hisse var. Adi hisse sahiplerinin kaybedecek hiçbir şeyi yok ve adi hisselerden tercihlilere geçmekle çok şey de kazanabilirler.

ÖRNEK: Bunun tipik bir örneğini 1970 kapanışında Studebaker Washington Corp.'da görüyoruz. Adi hisseler 57'den işlem görürken 5$'lık tercihliler $87^{1/2}$'den satılıyordu. Her bir tercihli hisse $1^{1/2}$ adi hisseyle değiştirilebiliyordu. Bu imkan da adi hissenin değerini $85^{1/2}$'ye indiriyordu. Bu gerileme, tercihli hisse alıcısının aleyhine küçük bir fark ortaya çıkarıyordu. Ancak bir tercihli hissenin getirisi olan 5$'a karşılık, adi hisseler için 1.20$ kâr payı ($1^{1/2}$ hisse için 1.80$) ödenmekteydi. Dolayısıyla bu aleyhte fark bir yıldan az bir zaman içerisinde kapanacaktı. Daha sonra da, uzun bir zaman boyunca tercihliler çok daha iyi bir kâr payı getirisi elde edecekti. Ancak burada en önemli olan adi hisse sahibinin, daha kıdemli bir ortak statüsü kazanması. 1968 ve daha sonra yine 1970'in düşük fiyatlarında, bir

tercihli hisse $1^{1/2}$ adi hisseden 15 puan yukarıda işlem görüyordu. Değiştirilebilme ayrıcalığı (hakkı) adi hisselerden daha ucuza satılamayacağını garanti ediyordu.[2]

Hisse Opsiyonu Varantları

Varantlar hakkında daha işin başında pek nazik konuşmayacağız. Son gelişmeleri bir dolandırıcılık, bir tehdit ve bir felaket sinyali olarak görüyoruz. Bu menkul değerleri piyasaya sürenler hava-cıvadan müthiş büyük miktarlarda dolar "değerleri" yarattılar. Bunlar, spekülatör ve yatırımcıları yanıltmaktan başka bir işe yaramıyor. Bizce kanunlarca yasaklanmaları ya da en azından bir şirketin toplam kapitalizasyonun çok küçük bir kısmıyla sınırlandırılması gerekiyor.

Tarih ve edebiyatta bir benzetme yapacak olursak, okurun Goethe'nin *Faust*'unda kağıt paranın icadını tasvir ettiği sayfaları (2. kısım) okumasını öneriyoruz. Wall Street tarihinden de kötü bir örnek verecek olursak, American&Foreign Power Co.'nun varantlarından bahsedebiliriz. Bunların 1929'da kote edilen değerleri bir milyar doların üstündeydi. Bu büyük değere rağmen varantlar, şirketin bilançosunda ancak bir dipnot olarak görünüyordu. 1932'de bu değer 8 milyon dolara indi ve şirketin 1952 yılındaki sermaye artırımında tamamen silindi.

Hisse opsiyonu varantları ilk başlarda bazen şirketin tahvillerine bağlı olurlardı ve genellikle kısmi bir değiştirme hakkına eşittiler. Bunların miktarları pek önemli ebatta değildi ve dolayısıyla da bir zararları yoktu. Kullanım 1920 sonlarına doğru diğer birçok finansal suiistimal yöntemleri gibi arttı ve kriz sonrasında da uzun bir süre gözden kayboldu. Ne var ki 1967'den itibaren yine bir çıban başı gibi tekrar ortaya çıkmaya başladı. Hatta, bu yöntem büyük bankaların yan kuruluşları olan gayri menkul ortaklıklarının sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için kullanılan standart bir uygulama haline geldi. Bu işlem aynı fiyatta ilâve adi hisse senetlerini almak üzere eşit miktarlarda adi hisse ve varant satılmasıyla gerçekleştiriliyordu. *Örnek:* 1971'de, CleveTrust Realty Investors, bu adi hisse senedi bileşimlerden ünite başına 20$'dan 2,500,000 adet sattı.

Bu finansal dolabın içinde neler olduğuna bir bakalım. Şirket sermaye artırımına gittiğinde, normal olarak ilâve hisse almaya ilk hak kazanacakların, adi hisse senedi sahipleri olması gerekir. Bir şirketin adi hisselerine sahip olmanın getirdiği haklar olan, şirketin büyümesine iştirak edebilme

2. 1971 sonlarına doğru, 5$'lık tercihli hisseler takriben 77 civarında işlem görürken, adi hisseler 38'e kadar düşmüştü. O yıl aralarındaki fark 2'den 20'ye çıktı ki bu da değiştirme haklarının kullanılmasının cazibesini ve hisse senedi piyasasının da bu aritmetiğe kulak asmadığını gösteriyor. (Sırası gelmişken, tercihliyle adi hisseler arasında Aralık 1970'de ortaya çıkan tercihlinin lehine küçük primin, ödenen yüksek kâr paylarıyla karşılandığını vurgulayalım.)

şansı, kâr payı alma ve oy hakkı gibilerinin arasında bu ön hak da bulunur. Bunlar, o hisse senedinin içerdiği değerlerdir. Bu ilave sermaye üzerinde hak sahibi olacak şekilde varantlar çıkarıldığında, bu değeri o hisse senedinden alır, başka bir sertifikaya transfer eder. Buna benzer bir şey, kâr paylarına (sınırlı veya sınırsız bir süre için), bir satış ve tasfiye dolayısıyla gelecek olan paraya veya şirket yönetiminde oy vermeye hak kazanmak için ayrı bir sertifika çıkarılarak yapılabilir. Öyleyse bu varantlar niye ilk (orijinal) sermaye yapısının bir parçası olarak çıkartılmaktadır? Bunun tek nedeni insanların birer finans uzmanı olmamalarıdır. Deneyimsiz bir yatırımcı, varantlı adi hisselerin varantsız olanlardan daha değersiz olduklarını anlayamaz. Dolayısıyla varant ve adi hisse paketleri piyasada sadece adi hisselerden daha yüksek bir fiyatta satılır. Şirket raporlarında, hisse başı kârların tedavüldeki varantların etkisi hesaba katılmadan gösterildiklerine ayrıca dikkat edin. Bu işlem, şirketin kârlarıyla kapitalizasyonunun piyasa değeri arasındaki ilişkiyi şişirmek için yapılır.

Varantların varlığının hesaba katılmasının en kolay ve belki de en iyi yöntemi, varantların piyasa değerini adi hisselerin değerine eklemek ve dolayısıyla "gerçek" hisse fiyatını yükseltmektir. Daha eski arzlara bağlı

Tablo 16-4. Tedavülde Bulunan Yüksek Miktardaki Varant Göz Önünde Bulundurularak Bir Adi Hissenin "Gerçek Piyasa Fiyatı" ve Ayarlanmış Fiyat/Kazanç Oranının Hesaplanması

(Örnek: National General Corp. Haziran 1970)

1. "Gerçek Piyasa Fiyatının" Hesaplanması

3 Varant Arzının Piyasa Değeri, 30 Haziran 1971	94,000,000$
Adi Hisse Başına Düşen Varant Değeri	18.80
Sadece Adi Hissenin Fiyatı	24.50
Adi Hissenin Varantlara Göre Düzeltilmiş Değeri	43.30

2. Varant Sulandırmasını Hesaba katarak F/K Oranın Hesaplanması

(1970 Kârları)	*Varant Sulandırmasından Önce*	*Varant Sulandırmasından Sonra* Şirketin Hesapladığı	*Varant Sulandırmasından Sonra* Bizim Hesapladığımız
A. Özel Kalemlerden Önce			
Hisse Başı Kâr	2.33$	1.60$	2.33$
Adi Hisse Fiyatı	24.50	24.50	43.30 (ayarlı)
F/K Oranı	10.5 x	15.3 x	18.5 x
B. Özel Kalemlerden Sonra			
Hisse Başı Kâr	.90$	1.33$	.90$
Adi Hisse Fiyatı	24.50	24.50	43.30 (ayarlı)
F/K Oranı	27.2 x	18.4 x	48.1 x

Olağanüstü kalemlerden sonra, şirketin hesaplamasıyla hisse başı kârlar artmış, F/K oranı düşmüş. Bu tam bir saçmalık. Bizim önerdiğimiz yöntemle, olması gerektiği gibi, F/K oranı hatırı sayılır bir miktarda artıyor.

olarak yüksek miktarlarda varant çıkarıldığı durumlarda gelen paranın tahvil veya tercihli hisseleri, tedavülden çekmek için kullanılacağı varsayımıyla ayarlamalar yapılır. Bu yöntem, varantın kullanım fiyatından genelde yukarıda olan "primli değerini" yeteri kadar hesaba katmaz. Tablo 16-4'te, iki hesaplama yönteminin 1970 yılı için National General Corp.'un rakamlarını nasıl etkilediğine bakacağız.

Şirket bu varantların yaratılmasından dolayı bir avantaj sağlıyor mu? Yâni, varantlar gerektiğinde ilâve bir sermayeye sahip olmayı mı garantiliyor? Hayır! Şirket, varantların kullanım tarihinden önce varant sahiplerini hiçbir zaman haklarını kullanmaya mecbur ederek yeni sermaye elde edemez. Bu esnada, eğer hisse senedi çıkartarak yeni sermaye bulmak istiyorsa bunu hissedarlarına normal yoldan, yâni piyasa fiyatından sunması gerekir. Bu işlemde varantların hiçbir faydası olmaz. Tam aksine, iştirak fiyatında sürekli aşağı bir ayarlama gerektirerek işleri daha da karıştırırlar. Şunu tekrar vurgulamak istiyoruz ki, yüksek miktarlardaki varantlar hayali piyasa değeri yaratmaktan başka hiçbir amaca hizmet etmezler.

Goethe'nin *Faust*'u yazdığında aşina olduğu kağıt para, şahane bir buluş olarak görülen o adı çıkmış Fransız Devrim İdaresi banknotlarıydı ve aynen American&Foreign Power Co.'nun milyarlarca dolar değerindeki varantları gibi değerlerinin tümünü kaybedeceklerdi. Şairin yorumlarının bazıları aşağıdaki gibi çeşitli buluşlar için geçerli olabilir:

FAUST En yüksek uçuşunda hayal
Anlamaya çalışıyor ama beceremiyor.
MEFİSTO (mucit): Paraya ihtiyacınız varsa aracılar vermeye hazırlar.
BUDALA: Büyülü kağıt . . . !

Uygulamalı Ek

Varantların suçu, doğmuş olmalarıdır. Doğduktan sonra diğer menkul kıymetlerden farkları bulunmaz. Diğer menkul kıymetler gibi, varantlarda da kâr ve zarar olasılıkları vardır. Yeni varantların hemen hepsi kısıtlı bir zaman süresince, genelde beş ile 10 yıl arası dolaşımda kalır. Eski varantlarda böyle bir kısıtlama yoktu ve fiyatlarında müthiş oynamalar olurdu.

ÖRNEK: Kayıtlara bakacak olursak, Tri-Continental Corp.'un 1929'da çıkardığı varantların, ekonomik çöküntünün tam ortasındaki fiyatı, 1/32 dolardı. Fiyatlar, bu olağanüstü düşük seviyeden, 1969 yılında $75^{3/4}$'e yükseldi. Artış oranı %242,000 gibi astronomik bir seviyedeydi. (Daha sonra varantlar hisselerden çok daha yukarılarda işlem gördüler. Bu tür olaylara Wall Street'de bölünmeler gibi teknik gelişmeler sayesinde sık sık rastlanır.) Daha yeni bir örnek olarak da Ling-Temco-Vought varantlarını vere-

biliriz. Bunlar, 1971'in ilk yarısında $2^{1/2}$'den $12^{1/2}$'ye yükselip sonra tekrar 4'e düştü.

Varantlarda ara sıra kurnaz operasyonlarla kazanç sağlanabilir. Ancak bu işlemler, bu kitapta konu alınamayacak kadar teknik ayrıntılara inilerek mümkün olur. Burada şu tespiti yapabiliriz: Varantlar, tahvil ve tercihli hisselerin çevrilebilme haklarına bağlı olan ürünlerden genellikle daha yüksek fiyatlarda işlem görürler. Bu doğrultuda, değiştirilebilir bir kağıt çıkarılıp eşit bir sulandırma faktörü yaratılacağına varantlı tahvil satmak mantıklıdır. Eğer varant meblağı yüksek değilse işin kuramsal yönüne fazla vakit ayırmaya değmez. Ancak bu miktar, dolaşımdaki hisse adedine göre büyükse bu durum, şirketin tavanı ağır bir kapitalizasyona sahip olduğunu gösterir. Şirketin bu işlemi yapmak yerine ilâve adi hisse satması gerekir. Dolayısıyla, finansal bir mekanizma olan varantlara saldırmamızın ana nedeni, mütevazi miktarlardaki tahvil ihraçlarıyla kullanılmalarını kınamak değil böyle delidolu bir şekilde "kağıt para" yaratılmasına karşı çıkmaktır.

BÖLÜM

17

Dört "Aşırı" Eğitici Vaka Örneği

Başlıktaki "aşırı" ibaresi aslında bir kelime oyunu, çünkü ele alacağımız vakalar Wall Street'te son yıllarda sıkça gözüken türlü aşırılıkları temsil ediyor. Bunlar, sadece sıradan yatırımcı ve spekülatörler değil aynı zamanda profesyoneller, menkul kıymet analistleri, fon yöneticileri, vakıf muhasipleri ve hatta şirketlere kredi veren bankacılar gibi hisse senetleri ve tahviller dünyasıyla ciddi bir ilişkisi olan herkes için son derece eğitici ve uyarıcı nitelik taşıyor. Ele alacağımız dört şirket ve sergiledikleri aşırılıklar şunlar:

Penn Central (Railroad) Co. Bu şirketin hisse senetleri ve tahvillerine sahip olanların, mali zayıflığı gösteren en basit uyarı işaretlerini bile görmemelerinin aşırı bir örneği. Sendeleyen bir devin hisselerinin delicesine yüksek piyasa fiyatı vardı.

Ling-Temco-Vought Inc. Çöküşü hemen hemen garanti olan bir imparatorluğun çabucak ve zayıf temeller üzerinde nasıl inşa ediliverdiğine ve bankaların nasıl gelişigüzel kredi verdiğine dair aşırı bir örnek.

NVF Corp. Küçük bir şirketin kendisinden yedi kat büyük bir şirketi nasıl sindirdiği ve bunu yaparken de nasıl büyük miktarlarda borçlanıp şaşırtıcı maharetlerle muhasebe oyunları yaptığına dair aşırı bir şirket alımı örneği.

AAA Enterprises. Değeri o büyülü kelime olan "franchising"den başka bir şeye dayanmayan ve önemli aracı kurumlarca finanse edilen bir kamu hissesi finansmanına dair aşırı bir örnek. Hisselerin halka arzından ve hisse senedi piyasasında bu fiyatın pervasızca ikiye katlamasından iki yıl sonra gelen iflas...

Penn Central Vakası

Aktifler ve brüt gelirler açısından ükenin en büyük demiryolu şirketiydi. 1970 yılındaki iflası bütün finans dünyasını sarstı. Zaten çoğu tahvillerinde ödeme yapmamıştı ve faaliyetini durdurmak üzereydi. Tüm menkul kıymetlerinin fiyatları düşmüştü. Hisse senetleri, birkaç yıl önce 1968'de $86^{1/2}$'den işlem görürken 1970'de $5^{1/2}$'ye inmişti. (Tekrar yapılanma sürecinde bunların silineceği kesin gibi.)

Menkul kıymet analizinin en basit kuralları ve sağlam yatırım yapma ilkesinin sağlam standartları uygulanmış olsaydı, Penn Central'ın iflasından çok önce, mali zayıflığı göze çarpardı. Kesinlikle 1968 yılında, hisseleri 1929 sonrası en yüksek seviyelerde işlem görürken ve tahvilleri yerine aynı fiyatlardan, aynı miktarda kuponlu ve çok daha güvenli olan kamu hizmetleri ihraçları alınabilecekken bu zayıflık görülebilirdi. Aşağıdaki yorumlara bir göz atın:

1. S&P *Bond Guide*'da (Tahvil Kılavuzu) faiz yükünün 1967'de 1.91 ve 1968'de de 1.98 kez kazanıldığı görünüyor. *Security Analysis* (Menkul Kıymet Analizi) isimli kitabımızda demiryolu şirketleri için önerdiğimiz asgari oranlar, gelir vergisi öncesi 5 sonrası da 2.9. Bizim bildiğimiz kadarıyla bu önerilerin geçerliliğine şimdiye kadar hiçbir yatırım uzmanı itiraz etmedi. *Vergi sonrası* gelirler için verdiğimiz kurallar açısından, Penn Central güvenlik testlerinde sınıfta kalmış. Ama bu vergi sonrası kuralımız, vergi öncesi oran olan beşi baz alıyor ve tahvil faizlerinden sonra normal gelir vergisinin düşülmesinden sonraki rakamı yansıtıyor. Penn Central zaten son 11 yıldır gelir vergisi ödememiş. Dolayısıyla, vergi öncesi faiz yükünün gelirlerle karşılanma oranı ikiden az olmuş ki bu muhafazakâr bir oran olan beşten çok az ve yetersiz.

2. Şirketin bu kadar uzun bir süre gelir vergisi ödememiş olması, açıkladığı kârların *geçerliliği* hakkında ciddi sorular yaratmış olmalıydı.

3. Penn Central sisteminin tahvilleri, 1968 ve 1969 yılında fiyat veya getiriden bir ödün vermeden, çok daha güvenli ihraçlarla değiştirilebilirdi. Örneğin, 1969 yılında, Pennsylvania RR'nin (Penn Central sisteminin bir parçası) $4^{1/2}$ kuponlu, 1994 vadeli tahvilleri 61 ilâ $74^{1/2}$ arasında işlem görürken, Pennsylvania Electric Co.'nun $4^{3/8}$ kuponlu, 1994 vadeli tahvilleri $64^{1/4}$ ilâ $72^{1/4}$ arasında satılıyordu. Penn Central sisteminin 1.98'ine karşılık, bu kamu hizmetleri şirketinin 1968 yılında faiz yükünü karşılama oranı 4.20 idi (vergi öncesi). 1969'dan sonra Penn Central'ın oranı daha da kötüleşmeye başladı. Bu tür bir değiştirme kesinlikle gerekiyordu ve Penn Central tahvillerinin sahipleri için hayat kurtarıcı olurlardı. (1970 sonunda, demiryolu şirketinin $4^{1/2}$ kuponlu tahvilleri ödenmemişti ve $18^{1/2}$'den işlem görüyordu. Oysa, $4^{3/8}$ kuponlu kamu hizmetleri şirketi tahvili $66^{1/2}$'den satılıyordu.

4. Penn Central 1968 yılında hisse başı 3.80$ kâr açıkladı. O yılın en yüksek fiyatı olan 86 1/2, kazançların 24 katıydı. Ama işini bilen her hangi bir analist, gelir vergisi ödemek zorunda kalmadan böyle bir kâr gerçekleştirmenin ne kadar "gerçek" olduğu hakkında şüpheye düşerdi.

5. 1966 yılı için, bu yeni birleşmiş şirket 6.80$ kâr açıkladı ve bunun sayesinde de hisse fiyatı 86 1/2 zirvesine çıktı. Bu fiyat, şirketi 2 milyar doların üzerinde değerlendiriyordu. O zaman bu alıcıların kaç tanesi bu parlak kazanç rakamının olağanüstü kalem olarak gösterilen ve 1971'de birleşmeden dolayı ortaya çıkan "maliyet ve zarar" olarak gerçekleşecek 275 milyon dolardan (veya hisse başı 12$) önce bir rakam olduğunu biliyordu? Wall Street o kadar harikulâde bir periler diyarı ki, bir şirket bir yandan hisse başına 6.80$ "kâr" ettiğini açıklıyor, diğer yandan 12$'lık "maliyet ve zararı" olduğunu söylüyorken, hissedar ve spekülatörler sevinçle ellerini ovuşturuyorlar!

6. Bir demiryolları analisti Penn Central'ın işletme rakamlarına bakarak aynı sektördeki diğer şirketlerden çok daha kötü bir tablo ortaya çıktığını çoktan görmüş olmalıydı. Örneğin, şirketin 1968 yılı için ulaşım oranı %47.5 iken komşusu Norfolk&Western'inki %35.2 idi.

7. Bütün bunlar olup biterken bazı tuhaf işlemler ve muhasebe oyunları da dikkati çekiyordu.[1] Bunlar burada ayrıntılarına girilemeyecek kadar karmaşık.

SONUÇ: Penn Central'ı daha iyi bir yönetimin kurtarıp kurtaramayacağı tartışılır. Ama şuna şüphe yok ki 1968 sonrasında, hiçbir aklı başında menkul kıymet analisti, fon yöneticisi, vakıf muhasibi veya yatırım danışmanının listesinde Penn Central sisteminin hiçbir tahvil veya hissesi olmamalıydı. *Bu vakadan alınacak ders:* Menkul kıymet analistleri, hisse senedi piyasasının hareketlerini incelemeden, kristal kürelere bakmadan, karmaşık matematiksel hesaplara girmeden veya tüm masrafların ödendiği seyahatlere çıkmadan önce temel görevlerini yerine getirmek zorundadır.

Ling-Temco-Vought Inc.

Bu, müthiş zararlar ve her türlü mali sorunla sonuçlanan bir tepeden tırnağa büyüme ve tepeden tırnağa borçlanma hikâyesi. Böyle durumlarda hep olduğu gibi, bu büyük imparatorluğun yaratılışından ve yüz kızartıcı düşüşünden de bir harika çocuk veya bir "genç dahi" sorumluydu. Ama başka suçlulur da var.

Ling-Temco-Vought'un çıkışı ve inişi, 1958 ve 1970 arasındaki kısaltıl-

1. Örneğin, bkz. 11 Ocak 1971'in *Barron's*'unda çıkan Dr. A. J. Brilogff'un "Six Flags at Half Mast" (Yarıya İndirilmiş Altı Bayrak) isimli makalesi.

Tablo 17-1. Ling-Temco-Vought, Inc., 1958-1970
(Hisse Başı Kâr haricinde tüm rakamlar milyon Dolar olarak okunacak)

A. İşletme Sonuçları	1958	1960	1967	1969	1970
Satışlar	6.9$	143.0$	1,833.0$	3,750.0$	274.0$
Vergi ve faiz öncesi net	0.552	7.287	95.6	124.4	88.0
Faiz ödemeleri	.1 (takr.)	1.5 (takr.)	17.7	122.6	128.3
Net gelir/faiz ödemeleri	(5.5 x)	(4.8 x)	(5.4 x)	(1.02 x)	(0.68 x)
Gelir vergisi	0.225	2.686	35.6	alck. 15.2	4.9
Olağanüstü kalemler				- 40.6	- 18.8
Olağanüstü kalemler sonrası net	0.225	3.051	34.0	- 38.3	- 69.6
Hisseler için bakiye	0.202	3.051	30.7	- 40.8	- 71.3
Hisse başı kâr	0.17	0.83	5.56	10.59 zarar	17.18 zarar
B. Mali durum					
Toplam aktifler	6.4	94.5	845.0	2,944.0	2,582.0
1 yıllık borçlar	1.5	29.3	165.0	389.3	301.3
Uzun vadeli borçlar	.5	14.6	202.6	1,500.8	1,394.6
Özvarlıklar	2.7	28.5	245.0**	12.0 zarar*	69.0 zarar*
Oranlar					
Cari aktifler/cari pasifler	1.27 x	1.45 x	1.80 x	1.52 x	1.45 x
Sermaye/Uzun vadeli borçlar	5.4 x	2.0 x	1.2 x	0.17 x	0.13 x
Fiyat aralığı		28-20	$169\frac{1}{2}$-109	$97\frac{1}{2}$-$24\frac{1}{8}$	$29\frac{1}{2}$-$7\frac{1}{8}$

* Bir aktif olarak borç iskontoları hariç ve itfa değerinden tercihli hisseler düşerek.

** Yayınlandığı gibi.

mış gelir tabloları ve bilançolara bakılarak özetlenebilir. Bu incelemeyi Tablo 17-1'de yapıyoruz.

İlk sütun, 1958'de şirketin satışları, sadece 7 milyon dolar düzeyindeyken yaptığı alçakgönüllü başlangıcı gösteriyor, daha sonra 1960 verilerini görüyorsunuz. Şirket iki yılda 20 misli büyüdü ama hâlâ küçük sayılırdı. Ondan sonra da 1968-1969 arasında satışların yirmi kat daha büyüyerek 2.8 milyar dolara ulaştığı altın çağ geldi ama borçlar da 44 milyon dolardan 1 milyar 653 milyon dolar gibi korkunç bir rakama tırmandı. 1969'da şirket alımlarıyla borçlar biraz daha yükselirken (1 milyar 865 milyon Dolar!) ciddi sorunlar ortaya çıkmaya başladı. O yıl, olağanüstü kalemlerden sonra çok büyük bir zarar açıklandı ve hisse fiyatı 1967'de yaptığı en yüksek tepe olan $169^{1/2}$den 24'e geriledi. Bu arada bizim genç dahi işinden oldu ama 1970 sonuçları daha da kötüleşti. Şirket 70 milyon dolara yaklaşan net zarar açıkladı. Bunun sonucunda hisseler $7^{1/8}$'e düşerken şirketin en büyük tahvil ihracı bir ara 15¢ gibi çok düşük bir seviyede kotasyon gördü. Sonra şirketin büyüme politikasında tam bir geriye çark başladı. Alınan bazı yan kuruluşlar satışa kondu ve şirketin devasa borçlarını azaltma yönünde az da olsa bir miktar yol alındı.

Tablomuzdaki rakamlar manzarayı o kadar açık ve etkili bir şekilde gösteriyor ki fazla yorum yapmaya gerek yok. İşte yapılacak yorumlardan bazıları:

1. Şirketin büyüme evresi kesintisiz olmamıştı. 1961 yılında küçük bir zarar göstermişti, ama bu 1970 sonrası raporların birçoğunda da göreceğimiz gibi tüm olası harcamaların ve yedeklerin bir kötü yıla yığılması şeklinde ortaya çıkan bir uygulama ile yapılmıştı. Bunların tutarı 13 milyon dolardı ve önceki üç yılın toplam kârından daha fazlaydı. Artık şimdi (1962, vs.) "rekor kârlar" göstermeye hazırdı.

2. 1966 sonunda, net maddi varlıklar hisse başına 7.66$ olarak gösterilmişti (ikiye üç bölünmeye göre ayarlanmıştı). Dolayısıyla 1967'deki piyasa fiyatı açıklanan aktif değerinin 22 misline yükselmişti! 1968 sonu bilançosu, tedavüldeki 3,800,000 adi ve AA sınıfı hisse senedi için 286 milyon dolarlık net maddi varlık gösteriyordu ki bu hisse başına 77$ demekti. Ne var ki tercihli hisseleri tam değerlerinden düşüldüğünde, maddi olmayan varlık ve büyük bir tahvil iskontosu olan bir aktifi silindiğinde adi hisseler için 13 milyon dolar kalıyordu ki bu da hisse başına 3$ demekti. Bu maddi varlıklar da izleyen yıllardaki zararlarla silinip gitmişti.

3. 1967 sonuna doğru, en itibarlı bankalarımızdan ikisi, 600,000 Ling-Temco-Vought hissesini 111$'dan sattı. Halbuki hisse daha önce $169^{1/2}$'ye kadar çıkmıştı. Üç yıldan az bir süre içinde $7^{1/8}$'e düştü.

4. 1967 sonunda, banka kredileri 161, bir yıl sonra da 414 milyon dolara ulaştı. Bu korkunç bir manzaraydı. Buna ilâveten, uzun vadeli borçların toplamı 1 milyar 237 milyon doları bulmuştu. 1969'a gelindiğinde, toplam

borçlar 1 milyar 869 milyon dolardı. Bu, Standard Oil of N.J. haricinde, herhalde dünyanın herhangi bir yerinde, herhangi bir zamanda görülebilecek en büyük borç miktarıydı.

5. 1969 ve 1970'deki kayıplar şirketin kuruluşundan beri gerçekleşen kârların toplamını geçmişti.

DERS: Ling-Temco-Vought öyküsüyle aklımıza gelen ilk soru, ticari bankaların nasıl olup da bu büyüme evresinde çok büyük miktarlarda kredi vermeye razı edildiği oluyor. 1966 ve öncesinde, şirketin faiz ödemelerini karşılama oranı muhafazakâr standartlara bile ulaşamamıştı ve durum cari aktif/pasif ve özsermaye/toplam borçlar oranları için de geçerliydi. Ne var ki, bundan sonraki iki yıl içinde bankalar şirkete daha fazla "çeşitleme" yapabilmesi için 400 milyon dolar daha verdi. Bu krediler şirket için iyi olmadığı gibi hisedarların da başına belâ açacaktı. Ling-Temco-Vought vakası bankaların bu tür sağlam olmayan büyümelere yardım etmeleri veya arka çıkmalarını durduracaksa, işte o zaman bu vakadan ders alınmıştır diyebileceğiz.

NVF'nin Sharon Steel'ı (Tam Bir Antika) Ele Geçirmesi

1968 sonunda NVF Company, 4.6 milyon dolarlık uzun vadeli borcu, 17.4 milyon dolarlık özvarlıkları ve 502,000$'lık net geliri (374,000$'lık özel bir alacaktan önce) olan bir şirketti. "Sertleştirilmiş lif ve plastik" ismi verilen iş sahasında faaliyet gösteriyordu Yönetim, 43 milyon dolarlık uzun vadeli borcu, 101 milyon dolarlık özvarlıkları ve 219 milyon dolarlık satışları ve 2,929,000$ net geliri olan Sharon Stell Corp.'u ele geçirmeye karar verdi. Yâni satın almak istediği şirket kendisinden yedi kat büyüktü. 1969 başında Sharon'un tüm hisseleri için bir teklif verdiler. Hisse başına verilecek olan, NVF'nin %5 kuponlu, 1994 vadeli yeni tahvillerinin nominal değeri olan 70$ ve hisse başı 22$'dan $1^{1/2}$ NVF hissesi alma opsiyonu tanıyan varantlardı. Sharon yönetimi buna şiddetle karşı çıktı ama bu fayda etmedi. NVF bu koşullarla Sharon'un hisselerinin %88'ini aldı ve dolayısıyla da %5 kuponlu tahvillerinden 102 milyon dolarlık ve varantlardan da 2,197,000 hisselik ihraçta bulundu. Eğer teklif işin %100'ünü kapsamış olsaydı, 1968 yılında bu konsolide edilmiş kurumun yalnızca 2.2 milyon dolarlık özvarlıkları ve 250 milyon dolarlık satışlarına karşılık toplam borçları 163 milyon dolar olacaktı. Burada net gelir sorusu biraz karmaşık olacaktı ama şirket daha sonra NVF hissesi başına 50¢ net zarar açıkladı. Bu zarar bir olağanüstü alacak kaleminden önceki rakamdı. Bu alacak hesaba katıldığında net gelir, hisse başı 3¢ oldu.

İLK YORUM: 1969'daki tüm diğer şirket ele geçirme hikâyelerine bakacak olursak, bunun finansal orantısızlık olarak en aşırılarda olmadığını da görebiliriz. Bu vakada, satın alan şirket yeni ve tavanı ağır bir borç yü-

kümlülüğünü üzerine aldı ve bunu yaparken de 1968 gelirini hesaplarken zarar gösterdi. Şirketin finansal gücünün bu yöntemle darbe yemesinin bir göstergesi de şirketin %5 kuponlu yeni tahvillerinin ihraç yılında 42¢'ten daha yukarıya çıkamaması oldu. Bu gerçeğin tahvillerin güvenilirliği ve şirketin geleceği hakkında ciddi şüphelere yol açması gerekirdi, ancak şirket tahvillerin bu düşük fiyatını yaklaşık 1 milyon dolarlık yıllık gelir vergisinden kurtulmak için kullandı.

Şirketin, Sharon'un ele geçirilmesinden sonra yayınladığı mali tablolarında iki tuhaf kalem vardı:

1. Tablolarda 58,600,000$'lık bir "ödenmiş borç masrafı" vardı ki bu rakam 40,200,000$ olarak belirtilen özvarlıklardan daha büyüktü.

2. Ne var ki, bu özvarlıkların içine dahil edilmemiş olan ve "Sharon'a yapılan yatırımın maliyetinin üzerindeki sermaye fazlası" diye adlandırılan 20,700,000$'lık bir kalem görülüyordu.

İKİNCİ YORUM: Borç masrafını bir aktif kalemi olmaktan çıkarırsak (ki zaten öyle olmaması gerekir) ve diğer kalemi özvarlıklara dahil edersek (ki zaten normal yeri orasıdır), daha gerçekçi bir özvarlık rakamı elde etmiş oluruz (2,200,000$). Dolayısıyla, bu operasyonun ilk etkisi NVF'nin "gerçek özvarlıklarını" 17,400,000$'dan 2,200,000$'a düşürmek olmuştur. Bu tedavüldeki 731,000 hisse için hisse başı 23.71$ yerine 3$ anlamına gelir. Buna ilâveten, NVF hissedarları karşı taraftaki hissedarlara, 1968 sonunda piyasa fiyatının altı puan altında, $3^{1/2}$ misli daha fazla hisse alma hakkını vermişlerdi. Varantların o zamanki piyasa değeri 12$'dı (yâni teklife katılanlar için toplam 30 milyon $). Aslında varantların piyasa değeri tedavüldeki NVF hisselerinin değerinden çok daha yüksekti. Bu da işin kuyruğunun, başından daha önde gittiğini açıkça kanıtlıyor.

Muhasebe Hileleri

Bu proforma bilançodan gelecek yılınkine geçtiğimizde birkaç tuhaf girişle karşılaşıyoruz. Temel faiz masrafına (yüklü bir 7,500,000$) ek olarak "ödenmiş borç masraflarının amortismanı" için 1,795,000$ düşülmüştü. Ama bu son giriş, bundan sonraki satırdaki alışılmamış bir gelir kalemi ile giderilmişti; "yan kuruluşa yatırım yapma maliyetinin üzerindeki sermayenin amortismanı: alacak 1,650,000$." Dipnotlardan bir tanesinde de daha önce hiçbir yerde görmediğimiz bir girişe rastlıyoruz: Burada özvarlıkların bir kısmı "şirket satın alınmasıyla alâkalı olan varantların teorik piyasa değeri, vs. 22,129,000$" olarak gösterilmiş.

Bütün bunlar ne anlama geliyor? Halbuki bunların hiçbiri 1969 raporunda yok. Burada iyi eğitilmiş bir menkul kıymet analisti, sanki bir dedektif gibi çalışıp bütün bu gizli dolapları kendisi bulması gerek. Bulacağı şey de, şirketin bunu yapmaktaki amacının %5 kuponlu borç senetlerinin

(tahvillerin) düşük fiyatından vergi avantajı saglamayı hedeflediği olacak. Bu kurnaz oyuna ilgi duyanlarınız Ek 4'ü okuyabilirler.

Diğer Alışılmamış Kalemler

1. 1969'un bitiminden hemen sonra, şirket her biri 9.38$'dan 650,000 varantı geri aldı. Bu olağanüstü bir şeydi, çünkü (a) NVF'nin yıl sonunda sadece 700,000$ nakdi ve 1970 vadeli 4,400,000$ borcu vardı (belli ki varantların parasını ödemek için 6,000,000$ borç almışlardı); (b) %5 kuponlu tahvilleri 40¢'ten satılırken bu varant "kağıt paraları" alması zaten normalde gelecek mali sıkıntıların bir göstergesiydi.

2. Bunu kısmen karşılamak için, aynı miktar adi hisse senedi karşılığında 5,100,000$ değerinde tahvili ve 253,000 varantı itfa etti. Bu menkul kıymet piyasalarının cilveleri ve ortaya çıkan fiyat dalgalanmaları sayesinde olmuştu. Yatırımcı %5 kuponlu tahvilleri 40¢'ten satarken, kâr payı ödemeyen adi hisseler $13^{1/2}$'den işlem görüyordu.

3. Şirket, çalışanlarına sadece hisse senedi değil aynı zamanda bu hisseleri almaları için büyük miktarlarda *varant* da satmayı plânlıyordu. Hisse senetleri gibi varantlar için de %5'lik bir ön ödeme yapılacak, gerisi birçok yıla yayılacaktı. Bu bizim daha başka hiçbir yerde görmediğimiz bir çalışanlara *varant* satma yöntemi. Bu gidişle ileride birisi çıkıp taksitle satın alma hakkını satın alma hakkı icat edip satacak.

4. 1969 yılında, yönetimi artık ele geçirilmiş olan Sharon. Steel Co., emeklilik fonu maliyetlerini hesaplama yöntemini değiştirdi ve daha düşük amortisman oranları uygulamaya başladı. Bu muhasebe değişiklikleri, NVF'nin sulandırmadan önceki hisse başı kazançlarına 1$ ekledi.

5. 1970 sonunda Standard&Poor's'un Stock Guide'ı, NVF hisselerinin fiyat/kazanç oranının 2 olduğunu rapor etti. Bu oran kitapçıkta kapsanan 4500'ün üzerinde şirket arasında en düşük olanıydı. Eski Wall Street'lilerin dediği gibi bu "eğer doğruysa çok önemliydi." Oran yılın kapanış fiyatı olan $8^{3/4}$ ve Eylül 1970'de sona eren 12 ayın hisse başı "kazançları" olan 5.38$'ı baz almıştı. (Bu rakamlar kullanılırsa fiyat/kazanç oranı 1.6'ya gelir.) Ama bu oran ne büyük sulandırma faktörünü ne de 1970'in son çeyreğindeki kötü sonuçları hesaba katıyordu. Tüm yılın rakamları geldiğinde, sulandırma hesaba katılmadan hesaplanan hisse başı kârın 2.03$, sulandırılmış bazdaki kârın da 1.80$ olduğu görüldü. Bu arada, 135 milyon dolarlık tahvilli borca karşılık hisse ve varantların toplam piyasa değerleri ancak 14 milyon dolardı ki bu berbat bir sermaye oranıydı.

AAA Enterprises

Tarihi

Takriben 15 yıl önce Williams isimli bir öğrenci seyyar evler (o zamanlar "treyler" deniliyordu) satmaya başladı. 1965 yılında Williams, bir anonim şirket kurdu ve o yıl 5,800,000$ değerinde seyyar ev satarak kurumlar vergisi öncesi 61,000$ kâr etti. 1968'e gelindiğinde franchising akımına o da katıldı ve başkalarına kendi ticari ismi altında seyyar ev satma hakkını satmaya başladı. Bu arada gelir vergisi beyannamelerini doldurma işine de girdi ve seyyar evlerini iş yeri olarak kullanmaya başladı. Mr. Tax of America isimli bir yan şirket kurdu ve tabii ki başkalarına fikrini ve ismini kullanarak bu işi yapma hakkını satmaya başladı. Şirket hisselerinin adedini 2,710,000'e çıkardı ve artık halka açılmaya hazır hale geldi. En büyük aracı kurumlardan biri ve diğerleri yüklenicilik yapmaya istekliydi. AAA Enterprises'ın 500,000 hissesi tanesi 13$'dan Mart 1969'da halka arz edildi. Bunların 300,000 adedi Mr. Williams'ın, diğer 200,000 tanesi de şirket hesabı adına satıldı ve 2,400,000$'lık bir kaynak yaratıldı. Hisse fiyatı hemen ikiye katlayarak 28'e çıktı ki bu 4,200,000$'lık defter değeri ve 690,000$'lık kâra karşılık 84 milyon dolarlık özsermaye anlamına geliyordu. Dolayısıyla, hisse mevcut kârların (aynı zamanda en yüksek) 115 katında işlem görüyordu. Mr. Williams AAA Enterprises ismini seçerken şirketin telefon rehberi ve sarı sayfaların en başında sıralanacağını biliyordu. Ne tesadüfdür ki, şirket Standard&Poor's'un *Stock Guide*'ının da en başında sıralanıyordu. Bu 1969'un yeni finansman ve "sıcak hisseler" akımının acıklı bir örneğini teşkil etmesi için de ayrı bir neden.

YORUM: 1. Bu Mr. Williams için hiç de fena bir iş olmamıştı. Sattığı 300,000 hissenin Aralık 1968'deki defter değeri 180,000$'ken cebine bunun 20 misli, 3,600,000$ girmişti. Masraflarla birlikte bunun 500,000$'ını yüklenici ve dağıtıcılar paylaşmışlardı.

2. Bu iş yüklenici firmalar için pek de cazip bir iş gibi görünmüyordu. Onlardan, dışarıdan yardım görmeksizin kendi paralarıyla paylarını hisse başına 59¢'ten 1.35$'a çıkarttıktan sonra, hissenin defter değerinin on mislini ödemeleri isteniyordu. En iyi yıl olan 1968'den önce şirketin hisse başı kârı 7¢ gibi komik bir miktardı. Evet, gelecek için çok azimli plânlar vardı, ama halkın bu vaatler için şimdiden çok büyük bir para ödemesi isteniyordu.

Daha Sonra Olup Bitenler

AAA Enterprises bu büyümüş sermayesiyle iki işe daha girdi. 1969 yılında, perakende halıcılık dükkanları zinciri açtı ve seyyar evler inşa eden

bir fabrikayı aldı. İlk dokuz ay için açıklanan rakamlar pek parlak değildi ama bir yıl öncesinden de daha iyiydiler (hisse başı 14¢'e karşılık 22¢). Bundan sonraki aylarda olup bitenlere inanmak güç. Şirket 4,365,000$ zarar etti (hisse başı 1.49$). Bu zarar tüm finansman öncesi sermayeyi, halka arzdan gelen 2,400,000$'ı ve 1969'un ilk dokuz ayında elde edildiği açıklanan gelirin üçte ikisini tüketti. Bundan sadece yedi ay önce hisselere 13$ ödemiş olan halkın sermayesinden kala kala 242,000$, yâni hisse başı 8¢ kaldı. Buna rağmen, 1969 sonunda hisseler $8^{1/8}$'den işlem görüyordu ki bu da şirkete 25 milyon dolar "değer" biçmek demekti.

İLÂVE YORUM: 1. Şirketin Ocak-Eylül 1969 arasında 686,000$ kazanmasından sonra müteakip üç ay içerisinde 4,365,000$ kaybetmiş olmasına inanmak biraz güç. 30 Eylül raporunda çok kötü, acıklı ve adice bir şeyler olmalı.

2. Hisselerin yıl sonunda $8^{1/8}$'den işlem görmesi, hisse senedi piyasasının, ilk halka arzda hisselere 13$ değer biçmesi ve daha sonra fiyatı 28$'a şişirmesinden bile daha fazla zırvalamasından başka bir şey değil. Her ne kadar gerçek ve sağduyuyla orantısız olsalar dahi 13$ ve 28$ gibi kotasyonlar en azından bir coşku veya umudu baz alıyordu. Halbuki yılın sonunda sermayesinin hemen hemen tamamını yitirmiş, neredeyse iflas etmek üzere olan bir şirkete 25 milyon dolar değer biçmek bir delilikti. Bu şirket için "coşku" ve "umut" kelimeleri birer şaka olmaktan öteye gidemezdi. (Yıl sonu rakamlarının 31 Aralık'ta henüz açıklanmamış olması doğrudur ama bir şirket hakkında aylık bilgi akımına her zaman sahip olan Wall Street kurumlarının neler olup bittiğinden haberdar olmadıklarını varsaymak biraz yanlış olur.)

Son Perde

Şirket 1970'in ilk yarısı için 1 milyon dolar daha zarar gösterdi. Artık büyük bir sermaye eksikliği vardı. Mr. Williams'ın verdiği kredilerle (2,500,000$) ayakta duruyordu. Ocak 1971'de AAA Enterprises iflas masasına baş vurana dek de başka bir bilanço gelmedi. Hisseler ay sonunda hâlâ 50¢'ten kote ediliyordu. Bir duvar kağıdı kadar değeri olan bir şirkete piyasanın 1,500,000$ değer biçmesine artık yorum yapmıyoruz. Hikâyemiz burada bitiyor.

ALINACAK DERS VE SORULAR: Bu spekülatif kitlenin adam olması zor. Finansal açıdan 3'e kadar sayamıyorlar. Eğer her hangi bir "hareket" tespit etmişlerse, fiyat ne olursa olsun alıyorlar. Moda bir başlamaya görsün işi "franchising", bilgisayarlar, elektronik, bilim, teknoloji, vs. olan bir şirketin peşine hemen düşüveriyorlar. Okurlarımız, akıllı yatırımcılar, bu budalalıktan uzak kalıyor. Ama hâlâ sorulacak sorular var: Sorumlu yatırım kurumlarının, onda dokuzu sınıfta kalacak olan bu tür şirketlerle öz-

deşleşmekten uzak durmayı bir onur meselesi yapmaları gerekmez mi? (Yazar 1914 yılında Wall Street'e ilk girdiğinde işler böyleydi. Bunca düzenleme ve yasaya rağmen 57 yıl sonra "Street"in etik standartlarının daha düşük olduğunu görüyoruz.) SEC'e, hali hazırda halka arz broşüründe tüm ilgili bilgilerin basılmasını şart koşmakla kısıtlı olan yetkilerinin ötesinde, halkı koruması için yeni yetkiler verilebilir mi veya verilmeli mi? Tüm halka arzların sonucunda neler olup bittiğini açıkça gözler önüne seren bir kılavuz yaratılamaz mı? Her halka arzda, arz fiyatının piyasadaki benzer kağıtlarla aşağı yukarı aynı enlem boylamda olduğuna dair bir garanti talep edilemez mi? Biz bu kitabı yazarken Wall Street'te bir takım reformlara giden bir yol açılmaya başlıyordu. Halka arzlara dişe dokunur değişimler uygulamak biraz güç olacaktır. Çünkü hemen hemen bütün suiistimallerin başında halkın dikkatsizliği ve hırsı var. Yine de konu uzun ve özenli bir çalışma gerektiriyor.

BÖLÜM

18

Sekiz Çift Firmanın Karşılaştırması

Bu bölümde yeni bir yöntem deneyeceğiz. Her bir çiftin borsa listesinde birbiriyle yan yana kote edildiği sekiz çift firma seçerek bazı oluşumları kesin ve canlı bir şekilde aydınlığa çıkartmak istiyoruz. Bu oluşumlar, şirketlerin büyük çeşitlilik sergileyen karakterleri, finansal yapıları, politikaları, performansları, kurumsal iniş-çıkışları ve son yıllarda meydana gelen yatırım ve spekülatif davranış biçimleri olacak. Her karşılaştırmada, sadece özel bir anlamı ve önemi olan kalemlere dikkatinizi çekeceğiz.

Çift 1: Real Estate Investment Trust (emlak, dükkanlar, bürolar, fabrikalar, vs.) ve Realty Equities Corp. of New York (gayri menkul yatırımı; genel inşaat)

Bu ilk karşılaştırmada, diğer çiftler için uyguladığımız alfabetik sırayı kullanmayacağız. Bu karşılaştırmanın bizim için özel bir önemi var. Elimizde bir tarafta başka insanların parasını yönetirken gayet makul, sağlam ve genel olarak tutarlı geleneksel yöntemler kullanan bir firma var. Diğer tarafta ise günümüz ortamında sık sık rastlanan bir biçimde tehlikeli bir büyüme, finansal hokkabazlıklar ve yürek hoplatan iniş çıkışlar sergileyen kurumsal bir operasyon bulunuyor. İki firmanın isimleri benziyor ve yıllardır American Stock Exchange listesinde yan yana sıralanmışlar. REI ve REC olan bant sembolleri kolaylıkla karıştırılabilir. Ama bunlardan bir tanesi üç kişiden oluşan bir mütevelli heyeti tarafından yönetilen, oturmuş ve ciddi bir New England Vakfı. Bu kuruluş, 1889 yılından beri kâr paylarını sürekli ödemiş. Yıllardır aynı sağlam ve akıllı yatırım yöntemlerini kullanmaya devam ederek ılımlı bir büyüme hızını ve kolaylıkla kontrol altında tutulabilen bir borçlanma seviyesini muhafaza etmiş.

Diğeri tipik bir "ani büyüme" vakası. Bu New York firmasının aktifle-

ri sekiz yıl içerisinde 6.2 milyon dolardan 154 milyon dolara fırlarken, borçlardaki büyüme hızı da aynı şekilde gerçekleşmiş. Firma daha sonra alışılmış emlâk operasyonlarından çıkıp yarış pistleri, 74 sinema, üç yayıncılık ajansı, bir halkla ilişkiler kurumu, oteller, süpermarketler, bir kozmetik firmasında %26 pay (1970'de iflas etti) gibi çeşitli işlere girmiş. Bu iş yığınıyla birlikte elbette bir küme de kurumsal dolaplar döndürülmüş:

1. Yılda 7$ kâr payı hakkı olan, ama bilançoda 1$'lık pasif şeklinde gösterilen ve nominal değeri sadece 1$ olan bir tercihli hisse.
2. 2,500,000$ değer biçilen (hisse başı 1$'dan) ama 209,000 hissenin geri alımı için ödenen 5,500,000$'la fazlası silinmiş olan özvarlık değeri.
3. Toplam 1,578,000 hisse alımına hak tanıyan üç dizi hisse opsiyonu varantı.
4. Mart 1969'da toplamı 100 milyon dolara ulaşmış bulunan ipotek, borç senetleri, ihraç edilmiş tahviller, banka kredileri ve Small Business Administration'a (KOBİ'lere kredi veren kuruluş) borç gibi en az altı tür borç yükümlülüğü. Buna ilâveten normal borç ve vergiler...

İlk olarak iki şirketin 1960 yılı rakamlarını verelim (Tablo 18-1A). Burada Trust hisselerinin, piyasada Equities hisselerinin takribi dokuz misli fiyatta işlem gördüğünü görüyoruz. Trust'ın borcu nispeten daha az ve daha iyi bir net/brüt oranı var ama hisselerin fiyatı hisse başı kazanca nazaran daha yüksek.

Tablo 18-1A. Çift 1. Real Estate Investment Trust ve Realty Equities Corp., 1960

	Real Estate Investment Trust	*Realty Equities Corp. of New York*
Brüt gelirler	3,585,000$	1,484,000$
Net gelir	485,000	150,000
Hisse başı kâr	.66	.47
Hisse başı kâr payı		.10
Hisse başı defter değeri	20$	4$
Fiyat aralığı	20-12	$5^{3/8}$-$4^{3/4}$
Toplam aktifler	22,700,000$	6,200,000$
Toplam pasifler	7,400,000	5,000,000
Hisselerin defter değeri	15,300,000	1,200,000
Hisselerin piyasa değeri	12,200,000	1,360,000

Tablo 18-1B'de, sekiz yıl sonraki durumu veriyoruz. Trust aynı ılımlı seyrini sürdürüp hem gelirlerini hem de hisse başı kazançlarını dörtte üç oranına artırmış. Realty Equities ise metamorfoza uğrayarak, devasa ama korunmasız bir yaratık haline gelmiş.

Tablo 18-1B. Çift 1.

	Real Estate Investment Trust	*Realty Equities Corp. of New York*
Fiyat, 31 Aralık 1968	$26^{1/2}$	$32^{1/2}$
Hisse adedi	1,423,000	2,311,000 (Mart 69)
Hisselerin piyasa değeri	37,800,000$	75,000,000$
Varantların takribi piyasa değeri	-	30,000,000[a]
Varant ve hisselerin takribi piyasa değeri	-	105,000,000
Borç	9,600,000	100,800,000
Tercihli hisseler	-	2,900,000
Toplam kapitalizasyon	47,400,000$	208,700,000$
Hisse başı piyasa değeri (varantlarla)	-	45 (takribi)
Hisse başı defter değeri	20,85$ (Kasım)	3.41$
	Kasım 1968	Mart 1969
Gelirler	6,281,000$	39,706,000$
Faiz için net	2,696,000	11,182,000
Faiz ödemeleri	590,000	6,684,000
Gelir vergisi	58,000[b]	2,401,000
Tercihli kâr payı		174,000
Hisse için net	2,048,000	1,943,000
Özel kalemler	245,000 alacak	1,896,000 borç
Hisse için son net	2,293,000	47,000
Özel kalemler öncesi hisse başı kâr	1.28$	1.00$
Özel kalemler sonrası hisse başı kâr	1.45	.20
Kâr payı	1.20	.30
Faiz ödemelerinin karşılama oranı	4.6 x	1.8 x

[a] 1,600,000 hisseyi çeşitli fiyatlardan alma hakkı veren varantlar vardı. Kote edilen bir kağıt varant başına $30^{1/2}$'den işlem gördü.

[b] Bu kurum, bir gayrimenkul vakfı olarak 1968'de Federal gelir vergisinden muaftı.

Wall Street bu aykırı gelişmelere nasıl tepki gösterdi? Trust'a hiç bakmayıp bütün dikkatini Realty Equities'de toplayarak... 1968 yılında, Realty Equities hisselerinin değeri, 2,420,000 hisse işlem görürken 10'dan $37^{3/4}$'e çıkarken varantları da 6'dan 36 $^{1/2}$'ye fırladı. Öte yandan Trust'ın hisseleri daha ağır başlı bir şekilde ve daha mütevazı bir işlem hacmiyle 20'den $30^{1/4}$'e yükseldi. Equities'in Mart 1969 bilançosu, hisse başı 3.41$ değerinde aktif değeri gösterdi. Bu düzey, o yılki en yüksek fiyatın onda birinden azdı. Trust hisselerinin defter değeri 20.85$'dı.

Ertesi yıl Equities'in işlerinin iyi gitmediği belli oldu ve hisse fiyatı $9^{1/2}$'ye düştü. Mart 1970 bilançosu geldiğinde, hissedarlar şirketin 13,200,000$'lık net zarar (hisse başı 5.17$) gösterip zaten zayıf olan sermayeyi tükettiğini görünce şoke oldular. (Bu feci rakam gelecekteki yatırım kayıpları için ayrılmış 8,800,000$'ı da içeriyordu.) Buna rağmen, yöneticiler mali yıl biter bitmez cesurca (!) 5¢'lik kâr payı açıkladılar. Ama sorunlar bitmeyecekti. Şirketin denetçileri 1969-70 yılı defterlerini onaylamayı reddettiler ve American Stock Exchange, şirketin işlemlerini askıya aldı. Tezgâhüstü piyasada hisse fiyatı 2$'ın altına düştü.

Real Estate Investment Trust'ın hisseleri 1969'dan sonra tipik dalgalanmalar ile karşı karşıya kaldı. 1970 yılının en düşüğü $16^{1/2}$'ydi ve daha sonra fiyatlar 1971 başında $26^{5/6}$'ya toparladı. Son açıklanan hisse başı kazanç, 1.50$'dı ve hisseler mütevazi bir şekilde 1970 defter değeri olan 21.60$'ın üzerinde işlem görüyordu. Kağıt 1968 tepelerinde biraz pahalı gibi görünebilirdi ama mütevelli heyeti, hissedarlara dürüst ve doğru bir şekilde hizmet verdi. Halbuki Real Estate Equities'in manzarası çok daha değişik ve çok daha perişandı.

Çift 2: Air Products and Chemicals (sanayi ve ecza gazları) ve Air Reduction Co. (sanayi gazları ve malzemesi; kimyevi maddeler)

Bu çift, birbirlerine ilk çiftimizden bile daha fazla benzerlik gösteriyor. Hem isimleri hem de işleri hemen hemen aynı. Bu ikisinin karşılaştırması, birbirlerinden farklı olan diğer çiftlerimizden biraz daha geleneksel bir menkul kıymet analizi gerektiriyor. "Products", "Reduction"dan daha yeni bir şirket ve 1969 yılında diğerinin yarısı büyüklüğündeydi. Buna rağmen, hisseleri Air Reduction'un hisselerinden %25 daha pahalı fiyata satılıyordu. Tablo 18-2'nin de gösterdiği gibi, bunun nedenleri Air Reduction'un yüksek kârlılığı ve daha fazla büyüme sicilinde yatıyor ve bu şirket "kalite" açısından kuvvetli. Air Reduction'un 9.1'ine karşılık Air Products'ın fiyat/kazanç oranı $16^{1/2}$. Aynı zamanda, Air Products hisseleri aktiflerin çok üzerinde işlem görürken, Air Reduction'unkiler defter değerinin %75'inde alınabilir durumda. Air Reduction daha liberal bir kâr payı öde-

miş. Ancak Air Products'ın kârlarını şirkette tutmasının arzu edilen bir durum olduğu görülüyor. Ayrıca, Air Reduction'un daha rahat seviyelerde işletme sermayesi bulunmakta. (Bu aşamada, kârlı bir şirketin mevcut durumunu iyileştirmek için her zaman bir tür finansmana başvurabileceğini belirtelim. Ancak bu vakada Air Products'ın biraz fazla miktarda tahvil portföyü bulunmakta olduğu görülüyor.)

Tablo 18-2. Çift 2.

	Air Products & Chemicals 1969	*Air Reduction 1969*
Fiyat, 31 Aralık 1969	$39^{1/2}$	$16^{3/8}$
Hisse adedi	5,832,000[a]	11,279,000
Hisselerin piyasa değeri	231,000,000$	185,000,000$
Borç	113,000,000	179,000,000
Toplam kapitalizasyon (piyasada)	344,000,000	364,000,000
Hisse başı defter değeri	22.89$	21.91$
Satışlar	221,500,000$	487,600,000$
Net gelir	13,639,000	20,326,000
Hisse başı kâr, 1969	2.40$	1.80$
Hisse başı kâr, 1964	1.51	1.51
Hisse başı kâr, 1959	.52	1.95
Şimdiki kâr payı oranı	.20	.80
Kâr payı ödemeye başlama yılı	1954	1917
Oranlar:		
Fiyat/kazanç	16.5 x	9.1 x
Fiyat/defter değeri	%165.0	%75.0
Kâr payı getirisi	% 0.5	% 4.9
Net/satışlar	% 6.2	% 4.25
Kazançlar/defter değeri	% 11.0	% 8.2
Cari aktifler/pasifler	1.53 x	3.77 x
İşletme sermayesi/borç	.32 x	.85 x
Hisse başı kârın büyüme oranı		
1964 v 1969	+ % 59	+ %19
1959 v 1969	+ %362	Düştü

[a] Tercihli hisselerin değiştirildiğini varsayıyor.

Eğer analist iki şirket arasında bir seçim yapmak durumunda olsaydı, Air Products'ın geleceğinin Air Reduction'dan çok daha güzel şeyler vaat ettiği sonucuna varmakta güçlük çekmezdi. Ama bu gerçek, Air Products'ı mevcut yüksek fiyatıyla cazip kılıyor muydu? Bu soruya kesin bir cevap verilebileceğini zannetmiyoruz. Wall Street genelde niteliğe (kalite) nicelikten (rakamlar) daha fazla önem verir ve büyük bir olasılıkla menkul kıymet analistlerinin çoğu daha fakir ama daha ucuz olan Air Reduction yerine, daha iyi ve daha pahalı olan Air Products'ı seçerdi. Bu tercihin doğru mu yoksa yanlış mı çıkacağı, elle tutulur bir yatırım ilkesinden çok, tahmin edilemez geleceğin neler getireceğine bağlıdır. Bu esnada, Air Reduction düşük fiyat/kazanç oranlı önemli şirketler grubuna dahilmiş gibi görünüyor. Eğer yukarıda adı geçen incelemelerin de gösterdiği üzere, bu grup yüksek fiyat/kazanç oranlı şirketlerden bir bütün olarak daha iyi performans gösterecekse, o zaman Air Reduction'u seçmek, yalnız çeşitlemeli bir operasyonun bir parçası olarak mantıklı. (Aynı zamanda, bireysel şirketlerin ayrıntılı bir incelemesi analistleri tam tersi sonuca da götürebilir. Ama bunun için geçmiş sonuçların yansıttığından daha başka nedenler gerekir.)

SONUÇ: 1970 gerilemesi sırasında Air Products (%16 düştü), Air Reduction'dan (%24 düştü) daha iyi dayandı. Ne var ki, Air Reduction 1971 başında daha iyi bir şekilde toparlanarak %50 yükselerek, 1969 kapanışının üzerine çıktı. Buna karşılık Air Products %30 yükseldi. Bu vakada, en azından bu seferlik, düşük fiyat/kazanç oranlı şirket daha avantajlı çıktı.

Çift 3: American Home Products Co. (ilaç, kozmetik, ev ürünleri, şekerleme) ve American Hospital Supply Co. (hastane malzemeleri üretici ve dağıtıcılığı)

Bunlar 1969 sonunun iki "milyar dolarlık gayrimaddi değer" şirketiydi ve hızla büyüyen ve müthiş kârlı olan "sağlık endüstrisinin" iki ayrı sektörünü temsil ediyorlardı. Onlara sırasıyla Home ve Hospital diyeceğiz. Her iki şirket hakkındaki bir takım veriler Tablo 18-3'de veriliyor. İkisinin de şu ortak olumlu yönü vardı: 1958'den beri kesintisiz ve mükemmel büyüme (yâni %100 kârlılık istikrarı) ve kuvvetli mali yapı. 1969 sonuna dek, Hospital'ın büyüme oranı Home'unkinden bir hayli yüksekti. Öte yandan, Home'un satışlar ve sermaye bazında kârlılığı çok daha iyiydi. (Aslında, Hospital'ın 1969'deki nispeten düşük kazanç/sermaye oranı -sadece %9.7- şirketin geçmişte gösterdiği fevkalâde satış ve kârlılık büyümesine rağmen hâlâ kârlı olup olmadığı hakkında merak uyandıran sorular yaratıyor.)

Hisse fiyatları karşılaştırıldığında, Home'un mevcut (veya geçmiş) kazanç ve kâr payları temelinde daha cazip olduğu görülüyor. Home'un çok düşük olan defter değeri, hisse analizinde temel bir çelişki ve belirsizlik

Tablo 18-3. Çift 3.

	American Home Products 1969	*American Hospital Supply 1969*
Fiyat, 31 Aralık 1969	72	45 1/8
Hisse adedi	52,300,000	33,600,000
Hisselerin piyasa değeri	3,800,000,000$	1,516,000,000$
Borç	11,000,000	18,000,000
Toplam kapitalizasyon (piyasada)	3,811,000,000	1,534,000,000
Hisse başı defter değeri	5.73$	7.84$
Satışlar	1,193,000,000$	446,000,000$
Net gelir	123,300,000	25,000,000
Hisse başı kâr, 1969	2.32$	.77$
Hisse başı kâr, 1964	1.37	.31
Hisse başı kâr, 1959	.92	.15
Şimdiki kâr payı oranı	1.40	.24
Kâr payı ödemeye başlama yılı	1919	1947
Oranlar:		
Fiyat/kazanç	31.0 x	58.5 x
Fiyat/defter değeri	%1250.0	%575.0
Kâr payı getirisi	% 1.9	% 0.55
Net/satışlar	% 10.7	% 5.6
Kazançlar/defter değeri	% 41.0	% 9.5
Cari aktifler/pasifler	2.6 x	4.5 x
Hisse başı kârın büyüme oranı		
1964 v 1969	+ % 75	+ %142
1959 v 1969	+ %161	+ %405

sergiliyor. Bu değer, şirketin sermayesi üzerinden iyi bir getiri sağladığını gösteriyor ve genelde sağlamlık ve refah işareti olarak görülüyor. Ancak piyasa fiyatları dikkate alındığında düşük defter değeri, yatırımcının şirketin kârlılığında önemli bir değişiklik olması durumunda korunmasız kalacağı anlamına da geliyor. Hospital da 1969 yılında defter değerinin 4 katında işlem gördüğünden bu uyarı notu her iki şirket için de geçerli.

SONUÇLAR: Bizim görüşümüze göre, her iki şirket de, bizim muhafazakâr seçim fikirlerimizi takip etmeye karar veren yatırımcılar için, mevcut piyasa fiyatlarında fazla zengin görünüyor. Bu şirketlerin geleceğinin

parlak olmadığı anlamına gelmez. Sorun, bu fiyatların çok fazla şey vaat etmelerine karşın asıl performansta fazla bir hareket olmamasında. 1969 fiyatı iki şirketin toplam gayrimaddi değerini 5 milyar dolar olarak gösteriyor. Bu gayrimaddi faktörü kâr payları ve maddi aktiflere dönüştürmek için kazançların kaç yıl mükemmel rakamlarda olması gerekir?

KISA VADEDE ÂKIBET: 1969 sonunda, piyasa Hospital'ın vaat ettiği gelecek kazançların belli ki Home'dan daha parlak olacağını düşünüyordu. Çünkü, Hospital'ın fiyat kazanç oranı, Home'unkinin iki katıydı. Nitekim 1970 yılında, gözde olan şirketin kârlarında küçük bir azalma olurken, Home gayet saygıdeğer bir oran olan %8'lik bir büyüme gösterdi. Hospital, hisse senetlerinin piyasa fiyatı, bu bir yıllık düş kırıklığına büyük bir tepki gösterdi. 1969 yılı kapanış değerinden %30 kaybederek Şubat 1971'de 32'ye indi. Home ise 1969 yılı kapanış değerinin bir miktar üzerinde işlem görüyordu.

Çift 4: H & R Block, Inc. (gelir vergisi hizmetleri) ve Blue Bell, Inc., (iş kıyafetleri ve üniforma üreticisi)

Bu şirketlerin ikisi de New York Stock Exchange'in yeni üyeleri arasında sayılabilir. İkisinin de birbirinden farklı başarı öyküleri var. Blue Bell rekabetin son derece yoğun olduğu bir sektörde zor yolu seçti ve sektörün en büyüğü oldu. Şirketin kazançları sektörle birlikte dalgalandıysa da, 1965 yılından bu yana etkileyeci düzeylerde seyretti. Şirket 1916'da faaliyete geçti ve 1923'den beri de kâr payı ödemeye devam ediyor. 1969'da piyasa, bu hisse senedi konusunda coşku duymadı ve S&P bileşik endeksinin 17'sine karşılık, fiyat/kazanç oranı 11'e düştü.

H&R Block'ın yükselişi ise aksine çok hızlı oldu. İlk bilançoların gelmesi 1961 yılına rastlıyor. Bu yeni şirket o yıl 610,000$'lık geliri üzerinden 83,000$ kazandı. Ama sekiz yıl sonra, karşılaştırma yaptığımız tarihte, gelirler 53.6 milyon dolara, net kârı ise 6.3 milyon dolara sıçradı. Bu parlak performans, hisse senedi piyasasını coşturdu. 1969 yılında 55'de kapanan hisse fiyatı, son açıklanan 12 aylık kazançların 100 katı. Bu rakam, şirketin o yıla kadarki en büyük F/K oranı oldu. Hisselerin 300 milyon dolarlık piyasa değeri, hisselerin arkasındaki maddi aktiflerin neredeyse 30 katıydı. Bu ciddi hisse senedi piyasası kayıtları içinde eşi görülmemiş bir orandı. (O zamanlar IBM defter değerinin 9, Xerox da 11 katı üzerinde işlem görüyordu.)

Tablo 18-4, dolar tutarları ve oranlarla, Block ve Blue Bell'in nispi değerlemelerindeki olağanüstü farklılıkları sergiliyor. Evet, her bir sermaye doları bazında Block, Blue Bell'den iki kat daha fazla kârlıydı ve son beş yıldaki büyüme oranı çok daha yüksekti. Ancak Blue Bell'in fiyatı Block'un üçte biriydi. Oysa Blue Bell, Block'a göre dört kat daha fazla iş yapıyor, his-

Tablo 18-4. Çift 4.

	H&R Block *1969*	*Blue Bell* *1969*
Fiyat, 31 Aralık 1969	55	49 3/4
Hisse adedi	5,426,000	1,802,000[a]
Hisselerin piyasa değeri	298,000,000$	89,500,000$
Borç	-	17,500,000
Toplam kapitalizasyon (piyasada)	298,000,000	107,000,000
Hisse başı defter değeri	1.89$	34.54$
Satışlar	53,600,000$	202,700,000$
Net gelir	6,380,000	7,920,000
Hisse başı kâr, 1969	.51$ (Ekim)	4.47$
Hisse başı kâr, 1964	.07	2.64
Hisse başı kâr, 1959	-	1.80
Şimdiki kâr payı oranı	.24	1.80
Kâr payı ödemeye başlama yılı	1962	1923
Oranlar:		
Fiyat/kazanç	108.0 x	11.2 x
Fiyat/defter değeri	%2920	%142
Kâr payı getirisi	%0.4	%3.6
Net/satışlar	%11.9	%3.9
Kazançlar/defter değeri	%27	%12.8
Cari aktifler/pasifler	3.2 x	2.4 x
İşletme sermayesi/borç	Borç yok	3.75 x
Hisse başı kârın büyüme oranı		
1964 v 1969	+ %630	+ % 68
1959 v 1969	-	+ %148

[a] Tercihli hisselerin değiştirildiğini varsayıyor.

se başına kazancı ise iki kat kazanıyordu. Blue Bell'in maddi yatırımı 5 1/2 kat daha fazla yatırıma sahipti, hisse fiyatı üzerinde dokuz kat daha fazla kâr payı sağlıyordu.

ORTAYA ÇIKAN SONUÇ: Deneyimli bir analist Block'un geleceğini gayet parlak görürdü. Gelir vergisi hizmetleri alanındaki ciddi rekabet ortamı hakkında bazı endişeleri olabilirdi. Çünkü Block'un gerçekleştirdiği sermaye getirisi, diğer girişimcileri sektöre çekecekti.[1] Ama Avon Products gibi yüksek rekabet ortamlarında başarısını muhafaza etmiş şirketlere ba-

1. Okur bir önceki bölümden, AAA Enterprises'in de bu işe girmeye çalıştığını fakat başaramadığını hatırlayacaktır.

karak, Block'un büyüme eğrisinin hızla düzleneceğini öngörmekten kaçınırdı. Analistin en önemli endişesi şirkete 300 milyon dolar değer biçilmesi olmalıydı. Çünkü bu rakam zaten tam değerdi veya hatta herkesin böyle mükemmel bir işten bekleyeceği gibi aşırı değerlenmeyi temsil ediyor olabilirdi. Öte yandan, çok daha muhafazakârca fiyatlandırılmış olan Blue Bell'i önermesi hiç de güç olmayacaktı.

MART 1971'İN DEVAMI: 1970'in neredeyse panik derecesine varan satışları, Blue Bell'in fiyatından dörtte birini, Block'un fiyatından ise üçte birini alıp götürdü. Daha sonra her iki şirket de piyasanın o müthiş toparlanmasına eşlik etti. Şubat 1971'de, Block'un fiyatı 75'e yükseldi, ama Blue Bell ikiye üç bölünmeden sonra daha fazla fırlayarak 109'a ulaştı. 1969 sonunda, Blue Bell'in daha iyi bir alım olduğu belliydi. Ama Block'un o şişmiş değerle bile %35 yükselmesi, yatırımcı ve analistlerin, fiyatlar ne kadar aşırı olursa olsun, iyi şirketleri açığa satmayı öngörmekte neden bu kadar temkinli davrandıklarını açıklıyor.

Çift 5: International Flavors&Fragrances (tatlandırıcılar, vs.) ve International Harvester Co. (kamyon, çiftlik ve inşaat makineleri üreticisi)

Bu karşılaştırma birçok sürprizi içerecek. Dow Jones Sanayi Endeksi'nin 30 devinden biri olan International Harvester'ı herkes biliyor. New York Stock Exchange listesinde, International Harvester ile yan yana sıralanan International Flavors&Fragrances'ı okurlarımızın ne kadarı tanıyor? Bununla beraber, 1969 sonunda IFF'nin piyasa değeri mucizevi bir şekilde Harvester'ınkinden daha fazlaydı (747 milyon dolar ve 710 milyon dolar). Harvester'ın özvarlıklarının Flavors'unkinin 17 katı, yıllık satışlarının da 27 katı olduğu düşünülürse, bu piyasa değeri daha da şaşırtıcı hale geliyor. Hatta daha üç yıl önce Harvester'ın net kârı, Flavors'un 1969 satışlarından daha fazlaydı! Bu olağanüstü çelişkiler nasıl ortaya çıktı. Cevap iki büyülü kelimede yatıyor: Kârlılık ve büyüme. Flavors her iki kategoride de müthiş performans gösterirken, Harvester bekleneni veremedi.

Öykü, Tablo 18-5'de anlatılıyor. Burada Flavors'un satışları üzerindeki kâr marjının %14.3 gibi sansasyonel bir orana yükseldiğini görüyoruz. (Vergi öncesinde bu oran %23'tü) Oysa Harvester'ın kâr marjı sadece %2.6'ydi. Benzer şekilde, Harvester'ın yetersiz %5.5'lik oranına karşılık Flavors'ın kâr/özvarlık oranı %19.7'ye tırmanmıştı. Flavors'un net kârı beş yıl içinde neredeyse ikiye katlarken Harvester'ınki sabit kaldı. 1959-1969 arasındaki karşılaştırma da aynı şeyleri gösteriyor. Bu performans farklılıkları, hisse senedi piyasasının değer biçişinde de tipik bir farklılaşmaya yol açtı. 1969 yılında Flavors'un fiyat/kazanç oranı 55 iken Harvester 10.7'de kaldı. Aynı doğrultuda, Flavors'a defter değerinin 10.4 katında de-

ğer biçilirken, Harvester net değerinden %41 iskontoyla işlem gördü.

YORUM VE SONUÇLAR: Flavors'un piyasa başarısının temelinde kurumsal dolaplar, şirket alımları, tavanı ağır kapitalizasyon yapıları ve son yılların diğer Wall Street hokkabazlıkları değil, asıl faaliyet konusunu, iştigal ettiği işini geliştirmesi yatıyor. Şirket sadece en kârlı olan işine bağlı kaldı, hepsi o. Harvester'ın sicili tamamiyle farklı sorular doğuruyor ama bunlar da "yüksek finans" dünyasının alavereleriyle ilgili değil. Neden birçok iyi şirket iyi yıllarda bile kârlılığını yitirir? Eğer şirket hissedarlarının yatırımına bir karşılık veremiyorsa $2^{1/2}$ milyar dolardan fazla iş yapmasının faydası ne? Bu problemin çözümünü bulmak bize düşmez. Ama yönetimin ve büyük hissedarların bu problemin varlığından haberdar olması

Tablo 18-5, Çift 5.

	International Flavors&Fragrances 1969	*International Harvester 1969*
Fiyat, 31 Aralık 1969	$65^{1/2}$	$24^{3/4}$
Hisse adedi	11,400,000	27,329,000
Hisselerin piyasa değeri	747,000,000$	710,000,000$
Borç	4,000,000	313,000,000
Toplam kapitalizasyon (piyasada)	751,000,000	1,023,000,000
Hisse başı defter değeri	6.29$	41.70$
Satışlar	94,200,000$	2,652,000,000$
Net gelir	13,540,000	63,800,000
Hisse başı kâr, 1969	1.19$	2.30$
Hisse başı kâr, 1964	.62	3.39
Hisse başı kâr, 1959	.28	2.83
Şimdiki kâr payı oranı	.50	1.80
Kâr payı ödemeye başlama yılı	1956	1910
Oranlar:		
Fiyat/kazanç	55.0 x	10.7 x
Fiyat/defter değeri	%1050.0	%59.0
Kâr payı getirisi	% 0.9	% 7.3
Net/satışlar	%14.3	% 2.6
Kazançlar/defter değeri	%19.7	% 5.5
Cari aktifler/pasifler	3.7 x	2.0 x
İşletme sermayesi/borç	Büyük	1.7 x
Faiz karşılama oranı	-	3.9 x (vergi öncesi)
Hisse başı kârın büyüme oranı		
1964 v 1969	+ % 93	+ % 9
1959 v 1969	+ %326	+ %39

ve çözümü için en iyi beyinlerin ve gayretin seferber edilmesi gerektiği hakkında ısrarlıyız. Hisse senedi seçimi açısından, bu kağıtlardan hiçbirisi bizim sağlam olma, makul bir seviyede cazip ve ılımlı bir şekilde fiyatlandırılma standartlarımıza uymazdı. Flavors başarılı bir şirketti ama o derecede de pahalıydı. Harvester ise o iskontolu fiyatında bile, cazip olmayan orta halli bir şirketti. (Şüphesiz ki diğer alanlarda çok daha cazip fiyatlı fırsatlar bulunmaktaydı.)

1971'İN DEVAMI: Harvester'ın 1969 sonundaki düşük fiyatı, 1970 çöküşünde daha da düşmesini önledi ve sadece %10 kaybetti. Flavors daha korunmasız çıktı ve %30 düşerek 45'e indi. Sonraki piyasa toparlanmasında her ikisi de, 1969 kapanışlarının çok üstlerine çıktı, ama Harvester daha sonra tekrar 25 seviyelerine indi.

Çift 6: McGraw Edison (kamu hizmetleri ve ekipmanları; ev aletleri) ve McGraw-Hill, Inc. (kitap, dergi, gazete yayıncılığı, eğitim sistemleri, bilgi işlem)

İsimleri çok benzer olduğu için Edison ve Hill diyeceğimiz bu ikisi, birbirlerinden çok farklı alanlarda faaliyet gösteriyor. Her ikisi de kendi alanlarında gayet başarılı. Bu kez Tablo 18-6'da sunduğumuz karşılaştırma için 31 Aralık 1968 tarihini seçtik. Hisse senetleri, hemen hemen aynı fiyatlardan işlem görüyordu, ama Hill'in daha büyük kapitalizasyonu dolayısıyla ona Edison'un iki katı değer biçilmişti. Bu sonuçlar biraz şaşırtıcı. Çünkü Edison'un satışları %50, net kazançları da dörtte bir daha fazlaydı. Bunun sonucu olarak Hill'in kilit oranının -fiyat/kazanç- Edison'unkinden iki katı daha fazla olduğunu görüyoruz. Bu olgu, piyasanın çoğunluğunun, 1960 sonrasında halka açılmış kitap yayıncısı şirketlere karşı olan büyük coşku ve desteğinin kalıcılığı ile açıklanabilir.

Aslında 1968 sonuna gelindiğinde, bu coşkunun biraz abartıldığı belli olmuştu. Hill'in hisseleri 1967'de 56'dan işlem görüyordu ve bu rakam yeni açıklanan 1966 kazançlarının 40 katıydı. Dolayısıyla, mevcut yüksek fiyat/kazanç oranı (35) iki yıldır kârları azalan bir şirkete tahsis edilmiş oluyordu. Buna rağmen, hisse senedine maddi aktiflerinin sekiz katından fazla değer biçilmişti. Bu tutar, gayrimaddi varlıkların 1 milyar dolara yakın bir değere sahip olduğu anlamına geliyordu! Sonuçta fiyat, Dr, Johnson'un ünlü deyişini doğrulamıştı: "Umudun deneyim üzerindeki zaferi."

Bunun aksine, McGraw Edison, piyasanın genelde yüksek olmasına rağmen ve şirketin genel performans ve mali yapısına göre, makul bir seviyede işlem görüyordu.

1971 BAŞINDAN SONRA OLANLAR: McGraw-Hill'in kazançlarındaki düşüş 1969 ve 1970'de de devam etti ve ilk önce hisse başı 1.02$'a, daha sonra .82$'a indi. Mayıs 1970 bozgununda, hisseler müthiş bir düşüş göste-

Tablo 18-6. Çift 6.

	McGraw Edison *1968*	*McGraw-Hill* *1968*
Fiyat, 31 Aralık 1968	$37^{5/8}$	$39^{3/4}$
Hisse adedi	13,717,000	24,200,000[a]
Hisselerin piyasa değeri	527,000,000$	962,000,000$
Borç	6,000,000	53,000,000
Toplam kapitalizasyon (piyasada)	533,000,000	1,015,000,000
Hisse başı defter değeri	20.53$	5.00$
Satışlar	568,600,000$	398,300,000$
Net gelir	33,400,000	26,200,000
Hisse başı kâr, 1968	2.44$	1.13$
Hisse başı kâr, 1963	1.20	.66
Hisse başı kâr, 1958	1.02	.46
Şimdiki kâr payı oranı	1.40	.70
Kâr payı ödemeye başlama yılı	1934	1937
Oranlar:		
Fiyat/kazanç	15.5 x	35.0 x
Fiyat/defter değeri	%183.0	%795.0
Kâr payı getirisi	% 3.7	% 1.8
Net/satışlar	% 5.8	% 6.6
Kazançlar/defter değeri	% 11.8	% 22.6
Cari aktifler/pasifler	3.95 x	1.75 x
İşletme sermayesi/borç	Büyük	1.75 x
Hisse başı kârın büyüme oranı		
1963 v 1968	+ %104	+ % 71
1958 v 1968	+ %139	+ %146

[a] Tercihli hisselerin değiştirildiğini varsayıyor.

rerek 10'a indi. Bu tutar, iki yıl önceki seviyenin beşte birinden azdı. Daha sonra iyi bir toparlanma oldu, ama Mayıs 1961'de gerçekleşen 24 tepesi 1968 kapanış fiyatının ancak %60'ıydı. McGraw Edison daha iyi dayandı. 1970'de 22'ye düştü ve daha sonra Mayıs 1971'de toparlanarak $41^{1/2}$'ye yükseldi.

McGraw-Hill hâlâ güçlü ve zengin bir şirket. Ancak hisse senedinin fiyat hareketleri, Wall Street'in disiplinsiz iyimserlik ve kötümserlik dalgalarıyla yarattığı spekülatif tehlikeler için iyi bir örnek oluşturuyor.

Çift 7: National General Corp. (büyük bir holding) ve National Presto Industries (çeşitli elektrik aletler ve donanım)

Bu iki şirketi karşılaştırmamızın ana nedeni birbirlerinden çok farklı oluşları. Onlara "General" ve "Presto" diyelim. İncelememiz için 1968 sonunu seçtik: Çünkü General'ın 1969 yılında sildiği kayıplar o yılın rakamlarını biraz abarttı. General'ın bu birçok alana yayılmış faaliyetlerinin bir önceki yıl pek tadına varılamadı. Ama ne olursa olsun, artık herkesin kitabında büyük bir holding haline geldi. Stock Guide'daki kısa tanım şöyle diyor: "Ülke çapında sinemalar zinciri, sinema ve televizyon prodüksiyonu, tasarruf ve kredi kurumları, kitap yayıncılığı." Bunlara daha sonra "sigortacılık, yatırım bankacılığı, plâkçılık, müzik yayıncılığı, bilgisayar hizmetleri, emlâk ve Performance Sysytems Inc.'in %35'i (eski ismi olan Minnie Pearl's Chicken Systems Inc. henüz yeni değiştirildi)" eklenebilir. Presto da bir çeşitleme programı uyguladı, ama General ile karşılaştırıldığında bunun çapı elbette daha mütevazi kalır. Bir düdüklü tencere üreticisi olarak işe başlayıp öne çıktıktan sonra diğer ev ve elektrik aletleri alanına el atmış. Amerikan hükümetinden de birkaç donanım ihalesi kazanmış.

Tablo 18-7 şirketlerin 1968 sonundaki durumunu özetliyor. Presto'nun sermaye yapısı çok yalın ve piyasada 58 milyon dolar değeri bulunan 1,478,000 adet hisse senedinden ibaret. Buna karşılık, General'ın iki misli daha fazla hisse senedi var ve değiştirilebilir tercihli hisseleri, ayrıca çok büyük miktar hisse senedinde hakkı bulunan üç varant ihracı, artı büyük bir değiştirilebilir tahvil ihracı (sırf bir sigorta şirketinin hisselerini almak için verildi), artı yüklü miktarda düz (değiştirilemez) tahvili bulunuyor. Bütün bunların toplamı 534 milyon dolarlık bir kapitalizasyona ulaşıyor. Bu tutara, vadesi gelmiş bir değiştirilebilir tahvil ihracı dahil değil. Bu ihraç da hesaba katıldığında kapitalizasyon 750 milyon dolara yükseliyor. National General'ın devasa kapitalizasyonuna rağmen brüt bazda Presto'dan daha az ciro gerçekleştirdi ve gösterdiği net gelir Presto'nun ancak %75'ine ulaşabildi.

Menkul kıymet analistleri için General'daki kapitalizasyonun *gerçek piyasa değerininin* belirlenmesi ilginç bir problem niteliği taşıyor. Bu belirleme süreci, hisse senedini bir kumar aracı olarak görmeyenler için önemli sonuçlar doğurabilir. Göreceli olarak küçük olan ($4^{1/2}$ $) değiştirilebilir tercihli hisseler, adi hisseler iyi bir fiyat seviyesine eriştiğinde değiştirilecekleri varsayılarak kolayca çözümlenebilir. Bunu Tablo 18-7'de yaptık. Ama varantlara farklı şekilde davranmak şart. "Tam sulandırma" bazını hesaplamak için şirket, tüm varantların kullanıldığını ve gelen paranın borçları kapatmak ve adi hisseleri piyasadan geri almak için kullanıldığını varsayıyor. Bu varsayımlar, hisse başı kazançlar üzerinde hemen hemen hiçbir etkisi olmadı. Çünkü sulandırmanın öncesinde de sonrasında da hisse başı

kazanç 1.51$'dı. Bu tür davranışı hem mantıksız, hem de gerçekçilikten uzak buluyoruz. Bizim görüşümüzde, varantlar "adi hisseler paketinin" bir parçası olduğu gibi piyasa değerleri de sermayenin bir bölümü olan adi hisselerin piyasa değerinin bir parçasıdır. (Bu konuyu 16. bölümde tartışmıştık.) Tablo 18-7'deki hesaplamalarda da görüldüğü gibi, varantların piyasa fiyatının adi hisselerin fiyatına eklendiği bu basit teknik, National General'ın 1968 sonundaki performansı üzerinde radikal bir etki yaptı. Hatta adi hisselerin "gerçek piyasa fiyatı", kote edilen değerin iki katına çıktı. Dolayısıyla, 1968 kazançlarının gerçek çarpanı, ikiye katlanarak doğal olarak saçma bir seviye olan 69'a yükseldi. Böylece, "adi hisse eşdeğerlerinin" toplam piyasa değeri 413 milyon doları buluyor. Bu tutar, görünen maddi aktiflerin üç katından fazladır.

Tablo 18-7. Çift 7.

	National General 1968	*National Presto Industries 1968*
Fiyat, 31 Aralık 1968	44 1/4	38 5/8
Hisse adedi	4,330,000[a]	1,478,000
Hisselerin piyasa değeri	192,000,000$	58,000,000$
3 varant ihracının piyasa değeri	221,000,000	-
Adi hisseler ve varantların toplam değeri	413,000,000	-
Kıdemli ihraçlar	121,000,000	-
Toplam kapitalizasyon (piyasada)	534,000,000	58,000,000
(Varantlara göre ayarlı hisselerin defter değeri)	(98)	-
Hisse başı defter değeri	31.50$	26.30$
Satış ve gelirler	117,600,000$	152,200,000$
Net gelir	6,121,000	8,206,000
Hisse başı kâr, 1968	1.42$ (Aralık)	5.61$
Hisse başı kâr, 1963	.96 (Eylül)	1.03
Hisse başı kâr, 1958	.48 (Eylül)	.77
Şimdiki kâr payı oranı	.20	.80
Kâr payı ödemeye başlama yılı	1964	1945
Oranlar:		
Fiyat/kazanç	69.0 x[b]	6.9 x
Fiyat/defter değeri	%310.0	%142.0
Kâr payı getirisi	% .5	% 2.4
Net/satışlar	%5.5	% 5.4
Kazançlar/defter değeri	%4.5	% 21.4
Cari aktifler/pasifler	1.63 x	3.40 x
İşletme sermayesi/borç	.21 x	Borç yok
Hisse başı kârın büyüme oranı		
1963 v 1968	+ % 48	+ %450
1960 v 1968	+ %195	+ %630

[a] Tercihli hisselerin değiştirildiğini varsayıyor.
[b] Varantların piyasa fiyatına göre ayarlı.

Bu rakamlar Presto'nunkilerle karşılaştırıldıklarında daha anormal görünüyor. İnsanın nasıl oluyor da General'ın çarpanı on misli daha büyükken, Presto'nun fiyat/kazanç oranı 6.9'da kalıyor diye sorası geliyor. Presto'nun tüm rakamları, tatmin edici düzeyde. Hatta büyüme oranı insanı kuşkulandıracak kadar yüksek. Bunu söylerken, şirketin savaş zamanı performansından faydalandığı ve hissedarların barış zamanında kârların bir miktar düşmesini normal bulmaları gerektiğini anlatmaya çalışıyoruz. Ama sonuçta, Presto makul şekilde fiyatlandırılmış bir yatırımın tüm standartlarına uyuyor. Öte yandan General, 1960'lı yılların sonlarındaki holdinglerin tüm özelliklerini taşıyor. Her türlü kurumsal aracı ve şaşaalı faaliyeti mevcut ama piyasa kotasyonlarını arkasında yeterli değer arzetmiyor.

SONUÇ: National, çeşitleme politikasını 1969'da da devam ettirdi ve bu sırada borcu biraz daha arttı. Ancak, çoğunluğunu Minnie Pearl Chicken'a yapılan yatırımın değerinin oluşturduğu çok büyük bir miktardaki kaybı defterden sildi. Nihai rakamlar zararı, vergi alacağı öncesinde 72, sonrasında ise 46.4 milyon dolar düzeyinde gösteriyor. Hisse fiyatı 1969'da $16^{1/2}$'ye, 1970'de de 9'a (1968'de yaptığı tepe olan 60'ın sadece %15'i) düşüyor. 1970 yılında, sulandırılmış bazdaki hisse başı kâr 2.33$ oluyor ve fiyat 1971'de $28^{1/2}$'ye toparlıyor. National Presto hisse başı kârlarını hem 1969 hem de 1970'de bir miktar daha artırdı. Böylece şirket 10 yıl kesintisiz olarak kârını artırmış oldu. Buna rağmen 1970 bozgununda hisse senedi fiyatı $21^{1/2}$'ye düşüyor. Bu ilginç bir rakam, çünkü son açıklanan kârların dört katından az ve net cari aktiflerin altında. 1971 sonlarında fiyatı %60 yükselerek 34'e geliyor ama oranlar yine de şaşırtıcı. Bu büyümüş haliyle işletme sermayesi hâlâ hisse fiyatıyla eşit. Fiyat/kazanç oranı da $5^{1/2}$. Eğer yatırımcı çeşitleme yapmak için bunun gibi on hisse bulabilseydi sonuçlardan emin olabilirdi.

Pair 8: Whiting Corp. (nakliye ekipmanları) ve Wilcox&Gibbs (küçük holding)

Bu çift American Stock Exchange listesinde birbirine yakın sıralanan (ama yan yana değil) iki şirket. Tablo 18-8A'daki karşılaştırma, insanı Wall Street'in mantıklı bir kurum olup olmadığı hakkında kuşkuya düşürüyor. Wilcox&Gibbs'in satışları, kârları Whiting'den daha düşüktü. Wilcox'un maddi aktifleri diğerinin yarısı kadardı. Ancak bu rakamlara rağmen Wilcox'un hisse senetlerinin toplam değeri, Whiting'in yaklaşık dört katıydı. Bu şirket, olağanüstü kalemlerden sonra büyük bir zarar açıklamak üzere ve 13 yıldır kâr payı ödemedi. Whiting ise yıllardır kâr ediyor ve 1936'dan bu yana kesintisiz olarak kâr paylarını ödedi. Tüm hisse senetleri arasında en yüksek kâr payı getirisi veren şirketlerden birisi. İki şirketin performansı arasındaki eşitsizliği daha canlı bir şekilde yansıtabilmek için 1961-1970 arasındaki fiyat ve kazanç rakamlarını da Tablo 18-8B'de veriyoruz.

Tablo 18-8A. Çift 8.

	Whiting *1969*	*Willcox&Gibbs* *1969*
Fiyat, 31 Aralık 1969	$17^{3/4}$	$15^{1/2}$
Hisse adedi	570,000	2,381,000
Hisselerin piyasa değeri	10,200,000	36,900,000
Borç	1,000,000	5,900,000
Tercihli hisseler	-	1,800,000
Toplam kapitalizasyon (piyasada)	11,200,000	44,600,000
Hisse başı defter değeri	25.39	3.29
Satışlar	42,200,000 (Ekim)	29,000,000 (Aralık)
Net gelir (olağanüstü kalemden önce)	1,091,000	347.000
Net gelir (olağanüstü kalemden sonra)	1,091,000	1,639,000 zarar
Hisse başı kâr, 1969	1.91 (Ekim)	.08[a]
Hisse başı kâr, 1964	1.90 (Nisan)	.13
Hisse başı kâr, 1959	.42 (Nisan)	.13
Şimdiki kâr payı oranı	1.50	-
Kâr payı ödemeye başlama yılı	1954	(1957'den beri hiç yok)
Oranlar:		
Fiyat/kazanç	9.3 x	Çok büyük
Fiyat/defter değeri	%70.0	%470.0
Kâr payı getirisi	% 8.4	-
Net/satışlar	% 3.2	%0.1[a]
Kazançlar/defter değeri	% 7.5	%2.4[a]
Cari aktifler/pasifler	3.0 x	1.55 x
İşletme sermayesi/borç	9.0 x	3.6 x
Hisse başı kârın büyüme oranı		
1964 v 1969	Aynı	Düştü
1959 v 1969	+ %354	Düştü

[a] olağanüstü kalemden önce

İki şirketin tarihi, bu sayfalarda daha fazla yer verdiğimiz büyük şirketlerden çok, bu ülkedeki orta büyüklükteki şirketlerin gelişme sürecine ışık tutuyor. Whiting 1896'da kurulmuş ve dolayısıyla 75 yıllık tarihi var. Nakliye ekipmanları işine sıkı sıkıya bağlı kalmış ve işleri de gayet iyi gitmiş. Willcox&Gibbs daha da eski bir şirket (1866) ve sektöründe uzun zaman ileri gelen bir sanayi dikiş makineleri üreticisi olarak tanınmış. Son on yılda garip ve yakışıksız bir çeşitleme politikası benimsemiş. Bir yandan, şaşırtıcı bir çeşitlilikte ürünler imal eden çok sayıda (en az 24) yan kuruluşu var, öte yandan tüm bu birimlerin toplamı Wall Street standartlarında önemli bir boyuta ulaşamıyor.

Whiting'in kazanç özellikleri iş dünyamızın tipik örneklerinden bir tanesi. Rakamlar, 1960 yılında hisse başı 41¢'ten, 1968'de 3.63$'a istikrarlı ve hatta görkemli bir şekilde yükseldi. Ancak bu büyüme oranının daha uzun bir süre devam edeceğine dair de bir güvence bulunmuyordu. Ocak 1971'de sona eren 12 ayda meydana gelen düşüşün 1.77$'da durması genel ekonominin duraklamasından başka bir şeyi yansıtmıyor olabilirdi ama hisse fiyatı çok daha ciddi bir şekilde tepki gösterdi. 1968 tepesinden (43 1/2) 1969 kapanışına kadar %60 düştü. Bizim analizimize göre, bu şirketin hisseleri, girişimci bir yatırımcının ikincil kağıtlar portföyü için sağlam ve cazip olabilir.

Tablo 18-8B. Whiting ve Willcox&Gibbs'in On Yıllık Fiyat ve Kâr Rakamları

	Whiting Corp.		*Willcox&Gibbs*	
Yıl	Hisse Başı Kâr[a]	Fiyat Aralığı	Hisse Başı Kâr	Fiyat Aralığı
1970	1.81$	22 1/2-16 1/4	.34$	18 1/2-4 1/2
1969	2.63	37-17 3/4	.05	20 5/8-8 3/4
1968	3.63	43 1/8-28 1/4	.35	20 1/8-8 1/3
1967	3.01	36 1/2-25	.47	11-4 3/4
1966	2.49	30 1/4-19 1/4	.41	8-3 3/4
1965	1.90	20-18	.32	10 3/8-6 1/8
1964	1.53	14-8	.20	9 1/2-4 1/2
1963	.88	15-9	.13	14-4 3/4
1962	.46	10-6 1/2	.04	19 3/4-8 1/4
1961	.42	12 1/2-7 3/4	.03	19 1/2-10 1/2

[a] 30 Nisanı takip eden yılın sonunda

SONUÇ: Willcox&Gibbs 1970'de küçük bir işletme kârı gösterdi. İlk önce fiyatı keskin bir şekilde $4^{1/2}$'ye düştü. Daha sonra Şubat 1971'de $9^{1/2}$'ye çıktı. Bu fiyatı istatistik açıdan doğrulamak pek kolay değildi. Whiting 1970'de nispeten daha az düştü ($16^{3/4}$). (Bu fiyat hisseler için mevcut olan cari aktiflere eşitti.) Tammuz 1971'de hisse başı kazanç 1.85$'da duruyordu. 1971 başında, fiyat $24^{1/2}$'ye çıktı. Bu fiyat makul bir seviyedeydi, ama bizim standartlarımız açısından artık kelepir değildi.

Genel Gözlemler

Bu karşılaştırmalarda kullanılan örnekler daha önceden tasarlanarak seçildi. Dolayısıyla tüm hisse senetleri arasında gelişigüzel bir kesiti temsil etmiyor. Aynı zamanda seçimler sadece sanayi sektöründen yapıldı ve kamu hizmetleri, ulaşım ve finans şirketleri karşılaştırma dışı bırakıldı. Ancak şirket büyüklükleri, iş kolları ve nitelik ve nicelikleri açısından yeterli farklılıklar olmasına dikkat edildi. Bu farklılıklar, bir hisse senedi seçimiyle karşı karşıya olan bir yatırımcının, önünde çeşitli seçenekler bulunduğunu kavramasınıa yardımcı olabilir.

Fiyat ile ima edilen değer arasındaki ilişki de vakadan vakaya büyük farklılıklar gösterdi. Daha yüksek büyüme oranı ve kârlılığa sahip olan şirketlerin fiyat/kazanç oranlarının daha yüksek çıkması mantıklı bir sonuç olarak görülebilir. Fiyat/kazanç oranları arasındaki belirli farklılıkları verilerin veya ileride meydana gelecek gelişmelerin doğrulayıp doğrulamadığı kesin bir tavırla belirlenemez. Öte yandan, işe yarayacak bir yargıya ulaştığımız birçok da durum vardır. Bunların arasında, sağlamlığı hakkında şüphe duyulan şirketlerin hisseleriyle piyasada fazla oynandığı tüm durumlar vardır. Bu hisseler sadece spekülatif değil (yâni doğal olarak riskli) aynı zamanda fiyatları çoğu kez belirgin bir şekilde aşırı şişmiş bir nitelik taşımışlardır. Ters türde bir piyasa davranışından etkilendiklerinden veya kârlarındaki küçülmenin sonucunda oluşan gereksiz miktardaki kötümserlikten dolayı fiyatlarından daha fazla değer taşıyan diğer kağıtlar da bulunmuştur (buna "az spekülasyon" da diyebiliriz).

Tablo 18-9'da, bu bölümde karşılaştırmalarını yaptığımız kağıtların fiyat oynamalarını gösteriyoruz. Çoğu 1961-1962 ve yine 1969-1970 arasında büyük düşüşler yaşamışlar. Yatırımcı bu tür dalgalanmaların her zaman gelişebileceğinin farkında olmalıdır. Tablo 18-10'da, McGraw-Hill hisselerinin 1958-1970 arasında yıldan yıla fiyat oynamalarını veriyoruz. Son 13 yılın her birinde, fiyatların yıldan yıla en az üçte iki yukarı veya aşağı gittiğine dikkatinizi çekeriz. (National General vakasına bakacak olursak, bu çapta dalgalanmalar her ikişer yıllık dönemde gerçekleşmiş.)

Tablo 18-9. Onaltı Hissenin Fiyat Oynamaları
(1970'e kadar bölünmelere göre ayarlı)

	Fiyat Aralığı 1936-1970	*Düşüş 1961'den 1962'ye*	*Düşüş 1968-69'dan 1970'e*
Air Products&Chemicals	1 3/8-49	43 1/4-21 5/8	49-31 3/8
Air Reduction	9 3/8-45 3/4	22 1/2-12	37-16
American Home Products	7/8-72	44 3/4-22	72-51 1/8
American Hospital Supply	3/4-47 1/2	11 5/8-5 3/4	47 1/2-26 3/4a
H & R Block	1/4-68 1/2	-	68 1/2-37 1/8a
Blue Bell	8 3/4-55	25-16	44 3/4-26 1/2
International Flavors & Fragrances	4 3/4-67 1/2	8-4 1/2	66 3/8-44 7/8
International Harvester	6 1/4-53	29 3/4-19 1/4	38 1/2-22
McGraw Edison	1 1/4-46 1/4	24 3/8-14b	44 3/4-21 5/8
McGraw-Hill	1/8-56 1/2	21 1/2-9 1/8	54 5/8-10 1/4
National General	3 5/8-60 1/2	14 7/8-4 3/4b	60 1/2-9
National Presto Industries	1/2-45	20 5/8-8 1/4	45-21 1/2
Real Estate Investment Trust	10 1/2-30 1/4	25 1/8-15 1/4	30 1/4-16 3/8
Realty Equities of N.Y.	3 3/4-47 3/4	6 7/8-4 1/2	37 3/4-2
Whiting	2 7/8-43 3/8	12 1/2-6 1/2	43 3/8-16 3/4
Willcox & Gibbs	4-20 5/8	19 1/2-8 1/4	20 3/8-4 1/2

[a] 1970'in en yüksek ve en düşükleri
[b] 1959'dan 1960'a

Tablo 18-10. McGraw-Hill'in Yıldan Yıla Büyük Dalgalanmaları, 1958-1971[a]

	Yükselişler	*Düşüşler*
1958-1959	39-72	
1959-1960	54-109 3/4	
1960-1961	21 3/4-43 1/8	
1961-1962	18 1/4-32 1/4	43 1/8-18 1/4
1963-1964	23 3/8-38 7/8	
1964-1965	28 3/8-61	
1965-1966	37 1/2-79 1/2	
1966-1967	54 1/2-112	
1967-1968		56 1/4-37 1/2
1968-1969		54 5/8-24
1969-1970		39 1/2-10
1970-1971	10-24 1/8	

[a] Fiyat bölünmeye göre ayarlı değil.

Bu bölümün malzemesi için seçtiğimiz hisse senetlerini incelerken, menkul kıymet analizinin alışılmış hedefleriyle bizim güvenilir ve ödüllendirici olarak tanımladıklarımız olanlar arasındaki büyük farklılıklar bizi yine etkiledi. Çoğu menkul kıymet analisti hem piyasa hareketi hem de kârların gelişimi açısından ileride en iyi performans gösterebilecek hisseleri seçmeye çalışır. Doğruyu söylemek gerekirse, bunun memnun edici sonuçlar verecek şekilde yapılabileceğine biraz şüpheyle bakıyoruz. Dolayısıyla, analist için tercihimiz, fiyatın gerçek değerden çok daha aşağıda olduğuna dair makul bir inanca sahip olduğu istisnai ve azınlık vakaları seçmesidir. Bunu yeteri kadar bir uzmanlık derecesiyle ve uzun vadede memnun edici sonuçlar verecek bir biçimde becerebilir.

yatı büyük hoşnutsuzluk yaratıyorsa, o şirketin bir ele geçirme operasyonunun hedefi olma olasılığı, yönetimi ve yönetim kurulunu devamlı gözetim altında tutuyor. Bunun sonucu olarak, yönetim kurulları, şirketin yönetim kadrosunun yeterli olmasını gerektiren temel görevleri konusunda eskisine göre daha duyarlı davranıyor. Son zamanlarda eskisinden çok daha fazla genel müdür değiştiriliyor.

Tatmin edici sonuçlar üretemeyen şirketler arasında hepsi bu gelişmelerden nasibini almadı tabii. Bazı şirketlerde yönetim değişikliği gecikti ve bu arada sorunlara çözüm aranmadı. Bu durumda tek umut, düş kırıklığına uğrayan yatırımcıların ellerindeki hisse senedini, daha enerjik kişilere satmalarıydı. Ancak hissedarların yönetimi ve yönetim politikalarını iyileştirecek hareketleri destekleyerek, kendi kendilerine yardımcı olmalarını beklemenin aşırı iyimserlik olduğu artık anlaşıldı. Bu nedenle bu konuya daha fazla yer vermek istemiyoruz. Yıllık genel kurullarda, (tamamiyle gereksiz bir gösteri) sesini duyuracak kadar sağduyu ve yüreğe sahip olan hissedarların, zaten yönetime neler sorulması gerektiği konusundaki bir öneriye ihtiyacı yoktur. Diğerleri içinse böyle bir öneri boşa gidecektir. Buna rağmen, bu bölümü, hissedarların kötü bir yönetimi iyileştirmeye çalışan diğer hissedarlar tarafından kendilerine gönderilen herhangi bir vekâletname evrağını açık fikirlilik ve dikkatle incelemelerini rica ederek kapatalım.

Hissedarlar ve Kâr Payı Politikası

Eskiden, yatırımcı ve "azınlık" hissedarlar ile yönetim arasında en çok tartışmalara neden olan konu kâr payı politikasıydı. Genelde, hissedarlar daha cömertçe kâr payı dağıtılmasını talep eder. Yönetim de "şirketin gücünü artırmak için" kazanılanı işte tutmaya öncelik verir. Hissedarlardan istenilen, mevcut çıkarlarından şirketin iyiliği ve kendilerinin uzun vadeli çıkarları için fedakârlık yapmalarıdır. Ne var ki, son yıllarda yatırımcıların kâr paylarına karşı olan tutumları yavaş fakat önemli bir değişikliğe uğruyor. Bugünün temel tezine göre, küçük kâr payları ödemenin nedeni şirketin paraya ihtiyacı olması değil, bu kaynağı kârlı bir büyüme gösterebilmek için kullanmaktır. Büyümenin de yatırımcıya kısa vadede ve doğrudan avantaj sağlayacağı varsayılır. Yıllar önce, kârların %60 veya %75'ini dağıtacağına tutmak zorunda kalan şirketler, genellikle zayıf olanlardı. Bu durumun hisse fiyatlarına etkisi hemen her zaman olumsuz olmuştu. Bugünlerde, hem yatırımcı hem de spekülatörlerin onayıyla kâr paylarını maksatlı olarak düşük tutan şirketler, genellikle kuvvetli ve büyümeye devam eden kurumlar oluyor.

Kazanılan kârları tekrar işe yatırmanın gelecek kârları artıracağına dair her zaman kuramsal bir neden vardır. Ancak bunun tersine birkaç sav da

bulunur: Kârlar hissedarlara "aittir" ve sağduyulu bir yönetim bu kârları ödemekle yükümlüdür. Hissedarların birçoğunun ana geliri bu kâr paylarıdır ve yaşamak için bu paraya ihtiyaçları vardır. Kâr payı olarak aldıkları bu kazançlar onlar için "gerçek paradır" ve şirkette tutulan bölüm onlara ileride maddi bir varlık olarak geri dönebilir veya dönmeyebilir. Bu karşı savlar o kadar çekicidir ki hisse senedi piyasası bile, nispeten daha az kâr payı ödeyen şirketlere karşı daha cömert davrananların lehine, kalıcı bir şekilde önyargılı olmuştur.[1]

Son 20 yılda, bu "kârların tekrar şirkete yatırımı" kuramı taraftar kazanmaya devam etti. Şirketin geçmiş büyüme sicili ne kadar iyi olmuşsa, hissedarlar da düşük bir kâr payı ödemesini o derecede daha rahatça kabul eder olmuşlardır. Birçok gözde büyüme hissesine baktığımızda, kâr paylarının ödenip ödenmesinin piyasa fiyatı üzerinde bir etkisi bulunmadığını görüyoruz.

Bu gelişmenin çarpıcı bir örneğini bize Texas Instruments Incorporated veriyor. Hisse fiyatı 1955'de 5 iken 1960'da 256'ya çıktı, kârlar hisse başı 43¢'ten 3.91$'a yükselirken de hiçbir kâr payı ödemesi yapılmadı.(Ödemeler 1962'de başladı ama o yıl şirket kârı 2.14$'a, hisse fiyatı da müthiş bir şekilde 49'a düştü.)

Diğer bir aşırı örnek de Superior Oil'den geliyor. 1948 yılında, şirket hisse başı 35.26$ kâr açıkladı. 3$ kâr payı ödedi ve piyasada 235'den işlem gördü. 1953'de, kâr payı 1$'a indirildi ama hisse fiyatı 660'a çıktı. 1957 yılında hiç kâr payı ödenmemişti, ama hisseler 2000'e fırladı. Bu alışılmışın dışında hisse, daha sonra 1962 yılında 795'e indi. Oysa o yıl hisse başına 49.50$ kazanırken, 7.50$ kâr payı ödedi.

Yatırım politikasının, büyüme şirketlerinin kâr payı ödeme politikasına göre nasıl yapılandırılacağı konusunda kesin bir kural bulunmuyor. Ortada birçok çelişkili durum var. Bunları iki büyük şirketimizden örnek vererek gösterelim. American Tel.&Tel., 1961 yılında kazancının 25 katı fiyattan işlem görürken, hızlı büyüme olasılığı bulunan bir şirket olarak kabul ediliyordu. Buna rağmen, şirketin kâr payı ödeme politikası hem yatırımcıların hem de spekülatörlerin dikkat odağı olarak kalmaya devam etti. Kâr payları hakkında en ufak bir söylenti bile hisse fiyatını hemen oynatıyordu. Öte yandan, 1960 yılının yüksek fiyatlarında sadece %0.5, daha sonra 1970 yılının kapanışında %1.5 nakit kâr payı ödeyen IBM'in kâr payı ödeme politikası kimsenin dikkatini çekmedi. (Her iki olayda da fiyatları en çok etkileyen hisse bölünmeleri oldu.)

1. Analitik incelemeler, kâr payı olarak dağıtılan 1 doların pozitif etkisinin, şirkette tutulan 1 doların etkisinden dört kat daha fazla olduğunu gösteriyor. Bu sonuç, 1950 öncesi kamu hizmetleri sektöründe belirli bir şekilde doğrulandı. Düşük kâr payı ödeyen şirketlerin fiyat/kazanç oranları düşük kaldı ve alım için cazip oldu. Bunun sonucunda, ileride ödeyecekleri kâr payları arttı. 1950'den itibaren sektördeki kâr payı oranları çok daha tek örnek oldu.

Piyasanın nakit kâr payı ödeme politikası iki farklı şekilde değerlendiriliyor: Hissenin bir büyüme hissesi olarak görülmediği durumlarda, ona bir "gelir kağıdı" olarak bakılıyor ve kâr paylarının hisse fiyatını belirlemede önemi çok oluyor. Diğer aşırı uçta ise, belirli bir şekilde hızlı büyüme kategorisi altında olan hisseler, ilerideki yıllardaki (meselâ on yıl) büyüme potansiyelleri bazında değerlendiriliyorlar ve kâr payları burada önemli bir rol oynamıyor.

Yukarıdaki cümle mevcut eğilimleri uygun bir şekilde açıklıyor olsa da, her hisse için (hatta çoğunluk için) bir kural teşkil etmiyor. Bir kere birçok şirketin konumu büyüme ile duraklama arasında bir yerde. Bu tür durumlarda büyüme unsuruna ne ölçüde önem verilmesi gerektiğini belirlemek çok zor. Piyasanın bu olaya bakışı da yıldan yıla değişiyor. İkinci olarak, düşük büyüme hızı gösteren şirketlerden daha cömert kâr payı dağıtmalarını beklemekte biraz paradoks var gibi görünüyor. Çünkü bu tür şirketlerin paraya daha çok ihtiyaçları olacaktır. Ayrca geçmiş dönemlerde yüksek kâr payları hep daha zengin şirketlerden beklenmiştir.

Bizim inancımıza göre hissedarlar, yönetimlerinden ya normal bir kâr payı ödeme programı (meselâ üçte iki) ya da işe tekrar yatırılan kârların gerçekten de hisse başı kârları artırdığının ispat edilmesini talep etmelidir. Böyle bir ispat, bir büyüme şirketi için kolay olacaktır. Ama diğer durumların çoğunluğunda, düşük bir ödeme belli ki gerçek değerin altında olan bir ortalama hisse fiyatı yüzünden oluşmuştur. Bu durumda hissedarın sorgulamak ve hatta şikâyet etmek için her hakkı mevcuttur.

Mali yapısı nispeten zayıf olan ve borçlarını ödeyip işletme sermayesini güçlendirmek isteyen şirketler kâr payı ödemelerine gelince biraz cimrileşir. Bunlar kazançlarının büyük bölümünü (artı amortisman masrafları) şirkette tutmak durumundadır. Durum böyleyken, şirketi bu hale düşürdüklerinden dolayı yönetimi suçlamaktan başka yapılacak bir şey yoktur. Bazen, kâr payları nispeten daha az zengin olan ama bunu büyümek için yaptıklarını açıklayan şirketlerce de tutulur. Bunun mantıksız olduğunu ve hissedarlar tarafından kabul edilmeden önce ayrıntılı bir açıklama ve ikna edici bir savunma gerektirdiğini düşünüyoruz. Geçmiş performansa bakarak, vasat sonuçlar elde eden ve eski yönetimle yola devam eden bir şirketin, hissedarların parasıyla büyüme yolunu seçmesinin hissedarlara hiç bir yararı olmaz.

Hisselerden Oluşan Kâr Payları (Kazanç Hisse Senetleri) ve Hisse Bölünmeleri

Yatırımcıların hisselerden oluşan kâr payları ile hisse bölünmeleri arasındaki farkı iyi anlamaları çok önemlidir. Hisse bölünmeleri, hisselerin tekrar yapılandırılmasıdır. Bu işlemde örneğin, her bir mevcut hisseye karşı

iki veya üç hisse daha tahsis edilir. Bu yeni hisseler, belli bir geçmiş dönemde tekrar işe yatırılan belli bir miktar kazançla alâkalı değildir. Amaçları, hisselerin piyasa fiyatını düşürmektir. Burada, daha düşük fiyatlı hisselerin eski ve yeni hissedarlar için daha cazip ve uygun olacağı varsayılr. Hisse bölünmeleri, kâr payları kullanılarak yapılabilir. Bu, kazanılan fazlalığın sermaye hesabına aktarılması veya bu hesap fazlasını etkilemeyen bir nominal değer değiştirilmesiyle yapılır.

Hisselerden oluşan kâr payları, hissedarlara elle tutulur bir kanıt vermek amacıyla ödenen ya da diyelim ki son iki yıl gibi yakın bir geçmişte, nispeten kısa bir süre için hissedarlar hesabına şirkette tutulan kazançların belli bir bölümüdür. Bu tür kâr paylarını, açıklama anındaki yaklaşık fiyatlarından değerlemek ve bu değeri kazanılan fazlalıktan sermaye hesabına aktarmak artık kabul görmüş bir uygulamadır. Dolayısıyla, kâr payı miktarları genellikle küçük olur ve çoğu kez %5'i geçmez. Aslında, bu tür bir kâr payı ödemesinin etkisi, hissedarlara benzer bir miktar ilâve hissenin satılmasıyla birlikte kazançlardan da eşit bir miktar paranın ödenmesiyle aynıdır. Ne var ki, düz bir şekilde kâr payı ödenmesinin, kamu hizmetleri şirketlerinin her zaman yaptığı gibi, nakit kâr payları ile hisse hakları tahsis etmeleriyle ortaya çıkan bileşimden daha büyük vergi avantajları bulunur.

New York Stock Exchange, hisse bölünmeleriyle hisselerden oluşan kâr payları (kazanç hisse senetleri) arasındaki ayırıcı çizgiyi %25 gibi pratik bir rakamda belirlemiştir. Yüzde 25 veya daha fazla olanlar için piyasa değeri kazanılmış fazlalıktan sermaye hesabına aktarılmalıdır. Bazı şirketler, özellikle bankalar, hâlâ istedikleri kâr payı miktarını açıklamak gibi eski bir yaklaşımı uygular. Son kazançlarla ilgisi olmadan, örneğin %10'luk bir ödeme yapılması, finans dünyasında arzu edilmeyen bir kafa karışıklığına yol açar.

Nakit ve hisselerden oluşan kâr payları hakkında hep sistematik ve açıkça ifade edilmiş bir politikayı savunduk. Böyle bir politika altında kâr payları, işe geri yatırılan kazançların tümü veya bir kısmını sermayelendirmek amacıyla düzenli aralıklarla ödenir. Geri yatırılan kazançların %100'ünü kapsayan türdeki politikalar Purex, Government Employees Insurance gibi şirketler ve diğerleri tarafından benimsenmiştir.

Bazı akademisyenler, kazanç hissesi türü kâr payı ödemesinin her çeşitine karşıdır. Bunların bir kağıt parçasından ibaret olduğunu, hissedarlara daha önce sahip olmadıkları hiçbir şeyi vermediğini ve gereksiz masraf ve zahmet yarattığını savunurlar. Bunun, yatırımın pratik ve psikolojik gerçeklerini gözardı eden kuramsal bir görüş olduğunu savunuyoruz. Evet, düzenli aralıklarla ödenen, diyelim ki %5'lik bir kazanç hissesi hissedarın payının sadece şeklini değiştirir. Şimdi 100 yerine 105 hissesi vardır, ama kazanç hissesi verilemeden önce sahip olduğu 100 hissenin şirketteki

payı şimdiki 105 hissenin payıyla aynıdır. Ne var ki, bu şekil değişikliği onun için önemli ve değerlidir. Eğer bu tekrar yatırılmış kazançları nakde döndürmek isterse, orijinal sertifikasını bozmak zorunda kalacağına, kendisine gönderilen yeni sertifikayı satabilir. Şimdiki 105 hissesi üzerinde, eski 100 hissesindeki kadar nakit kâr payı almayı beklemesi normaldir. Kazanç hissesi olmadan %5'lik bir nakit kâr payı olasılığı daha azdır.

Kazanç hisselerinin düzenli aralıklarla ödenme politikasının avantajları, kamu hizmetleri şirketlerinden alıştığımız cömert bir nakit kâr payı ödeyip daha sonra bu parayı yeni hisse senedi satarak (yazılma haklarıyla) geri alma uygulamasıyla karşılaştırıldığında daha belirgin hale gelir. Yukarıda da bahsettiğimiz gibi, nakit kâr payı ödemeleriyle birlikte ilâve hisse hakları bileşimiyle kazanç hissesi almak aynı şeydir, ama nakit kâr payları vergiye tâbidir. İlâve hisse senedi olmaksızın yıllık nakit gelirlerini azamiye çıkarmak isteyenler veya ihtiyacı olanlar, bu sonuca kazanç hisselerini satarak ulaşabilirler. Bu yeni hisselere olan (yazılma) haklarını satmakla aynı şeydir.

Kazanç hisseleri artı ilâve hisse hakları bileşimini sadece kazanç hisseleriyle değiştirmenin çok büyük gelir vergisi avantajları vardır. Her ne kadar bu Amerikan hazinesi için olmsuz etki yapacak olsa da, kamu hizmetleri şirketlerinin bu uygulamalarından vazgeçmelerini öneriyoruz. Çünkü, şirketler dağıttıkları parayı yeni hisse satarak aynen geri aldıklarından, hissedarların aslında elde etmedikleri bu gelir üzerinden ikinci kez vergilendirmelerini pek adil bulmuyoruz.

Verimli çalışan şirketler, tesislerini, ürünlerini, muhasebelerini, yönetim-eğitim programlarını ve çalışanlarıyla ilişkilerini daima yeniler ve modernize ederler. Finansal uygulamalarını da, özellikle kâr payı politikalarını yenileme zamanı da geldi.

BÖLÜM

20

Yatırımın Merkez Kavramı Olarak "Güvence Payı"

Efsanevi bilgeler ölümcül olayların hepsini şu şekilde sonuca bağlar. "Bu da geçer." Bu tür tehlikelerle her zaman karşı karşıya olduğumuz için, biz de sağlam yatırım yapmanın sırrını şu iki kelimede özetliyoruz: GÜVENCE PAYI. Kitabın önceki bölümlerini birbirine bağlayan kavram da budur. Bu tüm yatırım politikalarının merkezinde yatan bir kavramdır. Şimdi bu kavramı ayrıntılara inerek ama özet bir şekilde açıklamaya çalışalım:

Tüm deneyimli yatırımcılar tahvil veya hisse senetlerine yatırım yaparken güvence payı kavramının gereğine inanırlar. Örneğin, bir demiryolu şirketinin toplam sabit masraflarının beş katı vergi öncesi kâr getirmesi gerekir. Bu kritere ulaşılmışsa, tahvilleri yatırım yapılabilecek bir kaliteye yükselmiş olur. Şirketin faiz ödemelerini karşılayacak paradan daha fazla kazanabileceğine dair gösterdiği bu *geçmiş* performans, güvence payını oluşturur. Güvence payı, yatırımcıyı zarara veya net gelirde *ileride* meydana gelebilecek bir düşüşe karşı korur. (Masrafların üzerinde para kazanmak başka bir şekilde daha ifade edilebilir. Örneğin, faiz ödemelerinden sonra kalan bakiyenin sıfırlanmasına kadar düşebilecek gelir ve kârlar. Ama kavram hep aynıdır.)

Tahvil yatırımcısı, gelecek kârların geçmişle aynı olabileceğini beklemez. Eğer öyle olsaydı, istenen güvence payı da düşük olurdu. Gelecekteki kârların eskisinden daha iyi veya kötü olacağı üzerinde de bir tahmin yürütmez. Aksi takdirde, güvence payını geçmişte gerçekleşen paya göre değil, bugünkü gelirleri geleceğe uygulayarak ölçmesi gerekirdi. Burada güvence payının işlevi gereksiz olduğu durumlarda gelecek tahminleri yapmamaktır. Eğer bu pay büyükse, o zaman gelecekteki kazançların geçmiştekilerin altına düşmeyeceğini varsaymak yeterlidir. Yatırımcı bu şekilde zaman içinde oluşan dalgalanmalara karşı yeteri kadar korunduğunu düşünecektir.

Tahviller için güvence payı başka bir şekilde, girişimin toplam değeri borç miktarıyla karşılaştırılarak da hesaplanabilir. (Tercihli hisseler için de benzer bir hesaplama yapılabilir.) Eğer şirketin borcu 10 milyon dolar, değeri 30 milyon dolar ise, tahvil sahipleri zarar etmeye başlamadan önce, üçte iki küçülmeye kadar -en azından kuramsal olarak- yer vardır. Borç miktarının üzerindeki bu fazlalık değerin (veya "yastık") miktarı daha yeni çıkarılmış hisse ihraçlarının ortalama piyasa fiyatı kullanılarak yaklaşık olarak bulunabilir. Ortalama hisse fiyatları genelde ortalama kârlılık potansiyeline bağlı olduğundan, "girişim değeriyle" borç ve gelirlerle giderler arasındaki fark, çoğu kez benzer sonuçlar doğuracaktır.

Yukarıda, güvence payı kavramının sabit değerli yatırım araçlarına uygulanışını konu aldık. Aynı kavram adi hisse senetleri için de geçerli olabilir mi? Evet, ama bazı gerekli düzeltmelerle.

Hisse senetlerinin de tahvillerinki kadar büyük bir güvence payı taşıdıkları için sağlam ve güvenli sayıldıkları durumlar vardır. Örneğin, sadece hisse senedi ihraç etmiş bir şirketin hisse senetleri, bir piyasa çöküşü koşullarında, şirket malları ve kâr potansiyaline karşı ihraç edilebilecek tahvillerden daha düşük bir fiyatta işlem görüyorlarsa, daha sağlam sayılacaklardır. 1932-33'ün düşük fiyatlarında, gayet sağlamca finanse edilmiş birçok sanayi şirketinin durumu böyleydi. Bu gibi durumlarda yatırımcı, hem bir tahvilinkine eşit miktarda güvence payını, hem de hisse senetlerinin doğasında olan gelir artımı ve anapara değerlenmesi fırsatını elde edebilir. (Elde edemeyeceği tek şey yasal bir kâr payı hakkıdır ki avantajlarla karşılaştırıldığında bu, küçük bir dezavantajdır.) Böyle durumlarda satın alınan hisseler, pek sık olmasa da ideal bir güvence ve kâr fırsatı bileşimi sunarlar. Bunun yeni bir örneği olarak yine National Presto Industries'i verebiliriz. Bu şirketin 1972 yılında toplam girişim değeri 43 milyon dolardı. Şirket 16 milyon doları bulan vergi öncesi kazançlarıyla bu miktardaki tahvili gayet rahatlıkla taşıyabilirdi.

Normal koşullarda alınmış alelâde hisse senetlerinde güvence payı, oranı mevcut tahvil oranlarının bir hayli üzerinde ve beklentiler dahilinde olan kâr potansiyelinde yatar. Daha önceki baskılarımızda, bu noktayı şu rakamlarla açıklığa kavuşturmuştuk:

> Kâr potansiyelinin %9, tahvil oranının da %4 olduğunu varsaydığımızda, hisse sahibinin lehine yılda %5 oranında ek kazanç birikmektedir. Bu fazlalığın bir kısmı ona kâr payı olarak ödenir. Bu parayı harcasa da, deftere yatırım getirisi olarak girer. Dağıtılmayan bakiye ise onun hesabına tekrar işe yatırılır. Çoğu durumda tekrar işe yatırılan para şirketin bundan sonraki kâr etme gücünü ve dolayısıyla da hisse senedi fiyatını yeterli miktarda etkilemez. (Bu yüzden piyasalar inatçı bir şekilde ödenen kâr paylarına, şirkete geri yatırılanlardan çok daha fazla

önem verir.) Ne var ki resme bir bütün olarak bakıldığında, tekrar şirkete yatırılmış tutarın büyümesiyle şirket değerinin büyümesi arasında makul bir ilişki görülür.

10 yıllık bir süre içerisinde, kârlılık potansiyeliyle tahvil oranı arasında olan %4'lük fark birikerek %50'ye ulaşabilir. Bu oran son derece gerçekçi bir güvence payı oluşturmaya yeter ve olumlu koşullar altında kayıpları önler veya asgariye indirir. Eğer çeşitlemeli bir portföyün içindeki 20 hisse senedinde de bu oranda güvence payı varsa, "normal koşullar" altında olumlu sonuçlar elde etme olasılığı çok yüksek olur. Temsili hisse senetlerine yatırım yapma politikasının, başarıya ulaşmak için çok iyi bir öngörü yeteneği gerektirmemesinin nedeni de budur. Eğer alımlar birkaç yılı kapsayan bir süre zarfında ortalama piyasa seviyelerinden yapıldıysa, ödenen fiyatlar beraberlerinde yeterli miktarda bir güvence payı taşırlar. Yatırımcılar için tehlike, piyasa tepelerinde alım yapılmasında veya kâr etme gücünün kaybolmasına dair ortalamadan yüksek bir risk taşıyan ve temsili olmayan hisse senetlerinin alınmasında yatar.

Bizim görüşümüze göre, 1972 koşulları altında hisse senetlerine yatırım yapılmasına ilişkin tüm sorun, çoğu durumda ödenen paranın üsündeki kârlılık potansiyelinin %9'dan çok daha az olmasıdır. Büyük şirketler arasında düşük fiyat/kazanç oranlarına sahip olanlara konsantre olarak, savunmacı bir yatırımcının fiyat/kazanç oranı 12 ve maliyet üzerinde kazanç getirisi %8.33 olan (%4 kâr payı ödemesi ve maliyetinin %4.33'ü de işe onun hesabına geri yatırılmış) hisse senetlerini alabildiğini varsayalım. Bu bazda, on yıllık bir süre zarfında, hissenin kâr etme gücünün tahvil oranlarının üzerinde olan kısmı yeterli bir güvence payı teşkil edecek kadar büyük olmaz. Bu nedenle, sağlam şirketlerin hisselerinden oluşan çeşitlemeli bir portföyde bile artık gerçek riskler bulunduğuna inanıyoruz. Bu risk listedeki şirketlerin kâr etme olasılıklarıyla karşılanabilir veya karşılanmayabilir. Ama yatırımcının parasını sabit getirili ve enflasyona yenik düşecek araçlara yatırmak yerine, bu riskleri almaktan başka seçeneği yoktur. Burada yatırımcının yapacağı iş, artık o eski iyi *kâr fırsatı artı küçük risk* bileşimlerinin var olmadığını mümkün olduğu kadar olgun bir şekilde kabul etmek olacaktır.

Ortalama bir hisse senedi alıcısını bekleyen en büyük tehlike, iyi bir şirketi yüksek fiyattan almak değildir. Yıllar boyunca yaptığımız gözlemlerde, yatırımcıların en büyük kayıplarının olumlu piyasa koşullarında yaptıkları düşük kalite hisse alımlarından kaynaklandığını öğrendik. Bu alıcılar bugünkü iyi kazançların "kâr etme gücüyle" aynı şey olduğunu sanıp, refahla güvenceyi eşanlamlı görürler. Böyle iyi yıllarda, düşük kaliteli tahvil ve tercihli hisseler nominal değerlerinden satılabilir, çünkü hem biraz daha yüksek getirileri hem de yanıltıcı nitelikte değiştirilebilme ko-

şulları bulunur. Yine aynı güzel zamanlarda, sadece iki veya üç yıllık hızlı büyüme geçmişine dayanarak, ne olduğu belirsiz şirketlerin hisseleri halka elle tutulur yatırım değerlerinin çok üzerindeki fiyatlarda arz olunur.

Kelimenin hiçbir anlamıyla bu menkul kıymetlerin mantıklı seviyede bir güvence payına sahip oldukları söylenemez. Faiz ödemelerinin ve tercihli kâr paylarının karşılanması, içinde 1970-71 dönemi gibi olumsuz yılların da bulunduğu birkaç yıl içinde test edilmelidir. Aynı şey, eğer kâr etme gücünün bir göstergesi olacaksa, adi hisse senetleri kazançları için de söylenebilir. Dolayısıyla, akgünlerde akgün fiyatlarıyla alınmış yatırım araçlarının büyük bölümü, kara günler geldiğinde, hatta daha önce, kötü düşüşlere maruz kalırlar. Yatırımcıyı bu olumsuz durumlarda taşıyacak bir güvence payı hiçbir zaman bulunmadığından, bu tür menkul kıymetlerin akgünler geri geldiğinde hızla toparlama yapacağına güvenmek de doğru olmaz.

Büyüme hisselerine yatırım yapma felsefesi, güvence payı kavramına hem uyar hem de ters düşer. Büyüme hissesini alan kişi geçmişte gerçekleşenden daha büyük bir kâr etme potansiyeli umut etmektedir. Dolayısıyla, güvence payını hesap ederken geçmiş performansı, bu gelecek beklentisi ile değiştirdiği söylenebilir. Yatırım kuramında iyi bir şekilde tahmini yapılmış gelecek kârların geçmiş kârlardan daha az güvenilir bir gösterge olduğuna dair bir görüş yer almıyor. Hatta menkul kıymet analizinin giderek daha dikkatli yapılan gelecek değerlendirmelerine dayandırıldığını da söyleyebiliriz. Bu nedenle, büyüme hisseleri yaklaşımı, gelecek tahminleri muhafazakâr bir şekilde yapıldığı ve ödenen fiyatla karşılaştırıldığı ve tatmin edici bir güvence payı gösterdiği sürece, pekalâ diğer yaklaşımlar kadar sağlıklı olabilir.

Ancak büyüme hisselerine ilişkin tehlike de bu noktadada ortaya çıkmaktadır. Böyle gözde hisselerin fiyatları, muhafazakârca belirlenmiş gelecek kârların koruyabileceği seviyede değildir. (Akıllı yatırımın temel kurallarından biri de tüm tahminlerin, eğer geçmiş performanstan sapma gösterecekse, aşağı taraftan olması gerektiğidir. Yâni tahminin çok çıkacağına az çıkması daha sağlıklıdır.) Güvence payı daima ödenen fiyata bağlıdır. Bu pay, bir fiyatta büyük, diğerinde küçük olabilir veya daha yüksek bir fiyatta hiç olmayabilir. Eğer ortalama piyasa seviyesi, alıcıya yeterli bir miktar güvence payı vermeyecek kadar yüksekse çeşitlemeli alım yapmak gibi basit bir teknik, bu alanda işlemeyebilir. Bireysel seçimlerin böyle kağıtların doğasında bulunan piyasa fiyatı seviyesinin içerdiği risklere karşı durabilmesi için özel bir derece öngörü ve yargı yeteneği gerekir.

Güvence payı fikri, değerinin altına düşmüş veya kelepir hisseler alanına uygulandığında daha belirgin hale gelir. Burada, tanım itibariyle, bir yanda fiyat diğer yanda biçilen değer arasında olumlu bir fark bulunmaktadır. Bu fark güvence payıdır. Bu fark yanlış hesaplamaların veya kötü

şansın etkisini karşılamak için gereklidir. Kelepir kağıt alıcısı, hissenin kötü gelişmelere karşı ayakta kalabileceği varsayımına odaklanır. Çoğu zaman o şirketin gelecekte neler vaat ettiğiyle ilgilenmez. Elbette şirketin geleceği gerçekten de kötü görünüyorsa o hisse kelepir de olsa alınmamalıdır. Ancak kelepir hisselerin çoğunluğunu, geleceği ne fazla parlak ne de fazla karanlık olan şirketler oluşturur. Bu kelepir hisseler alındığında, kârlılık potansiyelinde meydana gelebilecek ılımlı bir düşüş yatırımın sonuçlarını pek etkilemez. İşte o zaman güvence payı amacına ulaşmış olur.

Çeşitleme Kuramı

Güvence payı kavramıyla çeşitleme ilkesi arasında mantıklı bir bağıntı vardır. Güvence payı yatırımcının lehine olsa bile, yatırımın sonucu kötü çıkabilir. Çünkü, bu güvence payı sadece kâr olasılığının zarar olasılığından daha yüksek olduğunu garanti eder; zarar etmeyi önlemez. Ancak bu tür durumların sayısı artarsa, toplam kârların tutarının toplam zararların tutarından daha fazla olacağı kesinleşir. Sigortacılık işinin bazını oluşturan da budur.

Çeşitleme yapmak, muhafazakâr yatırımın oturmuş bir ilkesidir. Bu ilkeyi evrensel olarak kabul ederken, yatırımcılar güvence payı ilkesini ve çeşitlemenin ona eşlik ettiğini kabul ettiklerini gösterirler. Rulet aritmetiğine bakarsak, bu noktayı daha da renkli bir şekilde açıklamış oluruz. Eğer kişi tek bir numaraya 1$ koyup da kazanırsa 35$ alır. Ama kaybetme olasılığı 37'ye 1'dir. Bu "negatif güvence payıdır". Bu durumda çeşitleme yapmak aptallık olur. Ne kadar çok numaraya para koyarsa kâr etme şansı da o kadar azalır. Eğer düzenli bir şekilde her numaraya para koyarsa (0 ve 00 dahil), tekerleğin her dönüşünde 2$ kaybedeceği kesindir. Ama bir an kazananın 31$ yerine 39$ alacağını farzedin. İşte o zaman önemli bir güvence payına sahip olacaktır. Bu nedenle, ne kadar fazla numaraya para yatırırsa kazanma şansı da o kadar artar. Böyle bir durumda, her numaraya 1$ koyarak tekerleğin her dönüşünde 2$ kazanmayı garanti eder. (Aslında verilen iki örnek sırasıyla oyuncunun ve içinde 0 ve 00 olan tekerleğin sahibinin gerçek durumlarını yansıtıyor.)

Spekülasyona Karşı Yatırım İçin Bir Kriter

Yatırımın herkesin kabul ettiği tek bir tanımı olmadığına göre uzmanların istedikleri gibi tanımlama yapma hakları vardır. Uzmanların bir bölümü, yatırım ve spekülasyon kavramları arasında yararlı ve güvenilir bir fark olduğunu reddeder. Bu şüpheciliğin gereksiz ve zararlı olduğunu düşünüyoruz. Zararlı çünkü bu tür bir görüş, hisse senedi piyasasında spekülasyon yapmanın heyecan ve tehlikelerine karşı zaten doğuştan eğilimli olan

hisse senedi yatırımcısını teşvik ediyor. Bu aşamada biz, bir yatırım operasyonuyla, spekülasyon arasındaki farkı anlamak için güvence payı kavramının bir mihenk taşı olarak kullanılmasını öneriyoruz.

Herhalde spekülatörlerin çoğunluğu, bir pozisyon aldıklarında şansın kendilerinden yana olduğuna ve güvence paylarının bulunduğuna inanmaktadırlar. Her biri alım yapmak için zamanın elverişli, kendi becerilerinin genel kitleninkinden daha iyi olduğu kanısındadır. Bazıları ise danışmanına veya sistemine güvenir. Ama bu kanılar pek inandırıcı değildir. Spekülatörün dayanağı, olumlu kanıtlar ve kesin bir mantık değil, soyut yargılardır. Piyasanın yukarı veya aşağıya doğru gideceğine dair kendi geliştirdiği görüşlerine göre parasını yatıran bir kişinin tam anlamıyla bir güvence payıyla korunmada olduğunu pek söyleyemeyiz.

Tam aksine, yatırımcının güvence payı kavramı -daha önce de bu bölümde geliştirdiğimiz gibi- istatistiksel verilerden türetilen basit ve kesin bir aritmetik mantığa dayalıdır. Bunun gerçek yatırım deneyimiyle de desteklendiğine inanıyoruz. Bu temel niceliksel yaklaşımın geleceğin bilinmeyen koşullarında olumlu sonuçlar vermeye devam edeceğine dair bir garanti yoktur. Ancak bu konuda kötümser olmak için de bir neden göremiyoruz.

Dolayısıyla, gerçek bir yatırım yapmak için gerçek bir güvence payı bulunması gerektiğini söylüyoruz. Gerçek bir güvence payı, rakamlarla, ikna edici bir mantıkla ve gerçek deneyimle ortaya çıkar.

Yatırım Kavramının Genişletilmesi

Güvence payı ilkesi konusunu tamamlamak için bir ayırım daha yapmak istiyoruz. Bu ayırım, kabul edilmiş uygulama ve ölçümlere uyan yatırımla uymayan yatırım arasında yapılacak. Bu ölçümlere uyanlara, geleneksel yatırım şekli diyelim. Geleneksel yatırım, tipik bir yatırımcı portföyü için uygundur. Bu başlığın altına A.B.D. hükümeti ihraçları ve yüksek kaliteli, kâr payı ödeyen hisse senetleri girer. Vergiden muaf olma özelliklerinden yeteri kadar faydalanabilecek olanlar için eyalet ve belediye tahvillerini de bu tanıma dahil ettik. Birleşik Devletler tasarruf bonolarından daha iyi getiri verecek bir fiyatta alınmışlarsa, birinci kalite şirket tahvilleri de dahil edilebilir.

Geleneksel olmayan yatırım şekli sadece girişimci yatırımcı için uygundur. Bu tarzın kapsamı çok daha geniştir. Bunların arasında en çok değerinden düşük fiyatlarda işlem gören ikincil şirketlerin hisseleri vardır. Bunlar, ancak biçilen değerin üçte ikisine veya daha az bir fiyata satılıyorlarsa alınması taraftarıyız. Bunlara ek olarak, görünen değerlerinin çok altında alınabilecek bir iskontoyla satılan, orta kaliteli şirket tahvilleri ve tercihli hisseler arasından geniş bir seçenek yelpazesi vardır. Bu durumlarda

ortada birinci kalitede bir yatırım aracı olmadığından, ortalama bir yatırımcı bu araçları spekülatif bulacaktır.

Alıcı, bilgili ve deneyimli olup yeteri kadar çeşitleme yaptığı sürece, yeteri kadar düşük fiyatlarda alınmış orta kalitede bir menkul kıymetin sağlam bir yatırım olabileceği görüşünü savunuyoruz. Eğer fiyat, yeteri kadar güvence payı yaratacak kadar düşükse, bu tür bir menkul kıymet de yatırım kriterlerimize uyar.

Bunun hakkında en gözde örneğimizi gayrimenkul tahvilleri alanından vereceğiz. 1920'li yıllarda, milyarlarca dolarlık ihraç, nominal değerlerinden satılmış ve iyi bir yatırım olarak önerilmişti. Bunların çoğunluğunda, borcun üstündeki değer payı çok az olduğundan bir hayli spekülatif araçlardı. 1930 çöküşünde, bunların birçoğu faiz ödemelerini yapmadı ve fiyatları 1$'lık kağıt başına 10¢'in altına düştü. Bu aşamada, başlangıçta nominal değerden satıldıklarında bunları sağlam yatırım olarak gören aynı uzmanlar, bu kez bu menkul değerlerin çok spekülatif olduğunu ve yatırım için cazip olmadığını söylediler. İşte aslında bu aşamada, fiyatların %90 gerilemiş olması onları cazip kılıyordu. Cazibelerinin yanında son derece de sağlam bir yatırım haline gelmişlerdi, çünkü piyasada işlem gören fiyatlarının en az dört veya beş misli değerleri vardı.

Sonuçta bu tahvillerin genelde, adına "büyük bir spekülatif kâr" denilen bir şekilde getiri sağlamış olmaları, onların düşük fiyatlarda gerçek bir yatırım aracı olduğu gerçeğini ortadan kaldıramıyor. O "spekülatif" kâr, alıcının sıradışı kurnazca bir yatırım yapmış olmasından dolayı aldığı ödüldür. Fiyat üzerindeki değer fazlası büyük bir güvence payı oluşturduğu için bunlara uygun bir şekilde yatırım fırsatları denilebilir. Dolayısıyla, yukarıda adı geçen "akgün yatırım araçlarının" çoğu, saf menkul kıymet alıcıları için ciddi birer kayıp kaynağı olmuştur. Oysa daha sabırlı olan deneyimli bir yatırımcı, bu araçları daha sonra daha cazip fiyatlardan alabilecektir.

Tüm "özel durumlar" alanı da bizim yatırım operasyonları tanımımıza girer. Çünkü bunlar sonuçta kâr edebilmek amacıyla son derece ayrıntılı analizlerin sonucunda başlatılmışlardır. Elbette her bireysel vakada bir risk unsuru bulunur, ama bu unsurlar hesaplara dahil edilmiştir ve çeşitlemeli operasyonun toplam sonuçları içerisinde sindirilirler.

Bu tartışmayı mantıklı bir aşırı uca götürmek için, savunmacı bir yatırım operasyonunun, tarihi düşük fiyatlarda işlem gören bir "hisse opsiyonu varantları" grubunun temsil ettiği gibi bazı elle tutulamaz değerleri almakla başlatılabileceğini önerebiliriz. (Bu örnek bir şok etkisi yapsın diye verilmiştir.) Bu varantların tüm değeri, ilgili hisselerin bir gün opsiyonlardan daha değerli hale geleceği olasılığı üzerine kurulmuştur. Şu anda bir kullanım değerleri yoktur.

Ne var ki, her yatırım gelecek hakkında makul bir beklentiye göre ya-

pıldığından, matematik olasılıklar açısından bu varantları ileride oluşabilecek bir boğa piyasasında değer ve fiyatlarının artacağı beklentisi içinde almak uygundur. Böyle bir inceleme, bu tür operasyonlarda kazanılacakların kaybedileceklerden çok daha fazla olduğu sonucuna varabilir. Eğer öyleyse, bu tür yatırım araçlarında bile bir güvence payı var demektir. Bu durumda, yeteri kadar girişimci olan bir yatırımcı, opsiyon varantlarını o geleneksel olmayan çeşitli araçlardan oluşmuş sepetine atabilir.[1]

Sonuç

Yatırım, ticaret gibi yapılırsa akıllıca olur. Kendi alanlarında başarılı olmuş işadamlarının Wall Street'de sağlam kurallara uymadan iş yaptıklarını görmek gerçekten de şaşırtıcı oluyor. Oysa her kurumsal menkul kıymet, ilk aşamada, belli bir işin ortaklığı olarak görülmelidir. Eğer bir kişi menkul kıymet alıp satarak kâr elde etmek istiyorsa tek başına bir işe atılıyor demektir ve eğer başarmak istiyorsa iş hayatının kabul edilmiş ilkelerine uymak zorundadır.

Bu ilkelerin ilki ve en belirgin olanı "Ne yaptığını ve işini bil"dir. Yatırımcı için bu şu demektir: Menkul kıymet değerleri hakkında, iş hayatında üretip sattığın malın değeri kadar bilgi sahibi değilsen, normal faiz ve kâr payı getirileri haricinde bir "iş kârı" bekleme.

İkinci ilkemiz ise şu: "Eğer (1) o kişinin performansını yakından izleyip doğru bir şekilde değerlendiremiyorsan ve (2) etik yeterliliği ve yeteneği üzerinde olağanüstü bir güvene sahip değilsen, işinin yönetimini başkalarına teslim etme." Yatırımcı için bu kural, parasını ne yapacağı hakkında vereceği karara başkasının ne kadar girdisi olacağını belirler.

Üçüncü iş kuralı: "Güvenilir bir hesap yöntemi ve süreci, makul bir getiri sonucunu vermiyorsa, bir işe girme. Özellikle kazancı az, riski bol işlerden uzak dur." Girişimci yatırımcı için bunun anlamı, operasyonlarının iyimserliğe değil matematiğe dayandırılmasıdır. Her yatırımcı, eğer getirisi kısıtlıysa, riskini de kısıtlamalıdır.

Dördüncü iş kuralımız daha pozitif: "Bilgi ve deneyiminize dayanarak cesur olun. Eğer verilerden bir sonuç çıkardıysanız ve yargınızın sağlam olduğuna inanıyorsanız, başkaları duraklasa ve hatta karşı gelse bile bildiğinizi yapın." (Kalabalık sizinle aynı fikirde değil diye haklı veya haksız olamazsınız. Verileriniz ve yargınız doğru olduğu için haklı olursunuz.) Buna benzer olarak, menkul kıymetler dünyasında, yeterli bilgi ve eldeki denenmiş yargıdan sonra en yüksek erdem, cesarettir.

1. Bu görüş, Paul Hallingby, Jr., ("Speculative Opportunities in Stock-Purchase Warrants," *Analysts' Journal*, 3. çeyrek, 1947) da desteklemektedir.

Eğer tipik bir yatırımcı hırsını kapasitesiyle dengeler, faaliyetlerini standart ve savunmacı bir şekilde yatırım yapmanın dar sınırları içerisinde kısıtlı tutarsa, mutlaka yukarıdaki niteliklere sahip olması gerekmez. Tatmin edici yatırım sonuçları elde edebilmek herkesin tahmin ettiğinden daha kolaydır, ama daha üstün sonuçları elde edebilme görüldüğünden çok daha zordur.

Sonsöz

Hayatlarının büyük bir bölümünü Wall Street'de kendilerinin ve başkalarının paralarını yönetmekle geçirmiş, çok iyi tanıdığımız iki ortak var. Acı deneyimler onlara dünya kadar para kazanmayı hedeflemek yerine, dikkatli ve temkinli olmayı öğretmiş. Menkul kıymet faaliyetleri için özel bir yaklaşım geliştirmişler ve güzel kâr olasılıklarını sağlam değerlerle birleştirmişler. Onlar pahalı menkul değerlerden uzak durup, artık cazip olmayan seviyelere gelmiş olanları hemen elden çıkarmışlar. Portföyleri her zaman bol çeşitlemeli olmuş (yüz ayrı kağıttan fazla). Bu sayede genel piyasanın yıllar boyunca yapmış olduğu iniş çıkışlarda iyi sonuçlar almışlar. Yönetmek için kabul ettikleri birkaç milyon dolar için yılda ortalam %20 getiri elde etmişler ve müşterileri bu sonuçlardan hoşnut olmuş.

Bu kitabın ilk baskısının yapıldığı yılda, ortakların eline, büyüyen bir şirketin yarısını alma fırsatı çıkmıştı. Bazı nedenlerden dolayı bu sektörün o zamanlar Wall Street'de pek cazibesi yoktu ve birkaç aracı kurum teklifi geri çevirmişti. Ama ortaklar şirketin geleceğinden etkilenmişler ve fonlarının beşte biri değerindeki bu payı satın almaya karar vermişlerdi. Onlar için belirleyici unsur fiyattı. Çünkü şirket, cari kazanç ve aktif değerlerine göre cazipti. Bu yeni işle hemen özdeşleştiler ve iş de büyüdü.

Hatta iş o kadar iyi gitti ki hisse fiyatı ödenen değerin 200 misline çıktı. Bu yükseliş kârların artışını çok geçmişti ve artık piyasada kote edilen fiyat, ortakların yatırım standartları açısından çok yüksek geliyordu. Ancak işe bir "aile işi" olarak baktıklarından, bu görkemli fiyat yükselişine rağmen hisselerini satmayıp muhafaza ettiler. Fonlarına iştirak eden birçok kişi de öyle yaptı ve hepsi bu işten milyonlar kazandı.

İşin ilginç tarafı, bu işten kazanılan paranın, ortakların yıllarca bildikleri işi yaparak kazandıklarından çok daha fazla olmasıydı. Ortakların 20 yıldır uzmanlaştığı, araştırmalar, analizler yaptığı, binlerce bireysel karar verdiği işleri, bu kadar çok para kazandırmamıştı.

Bu hikâyeden akıllı yatırımcının alacağı dersler var mı? Bariz olan bir şey varsa, Wall Street'de para yapmanın ve yapılan parayı muhafaza etmenin çeşitli yolları vardır. Bu kadar bariz olmayan bir tanesi de o tek köşe döndürücü, o kurnazca hareketin, bütün hayat boyunca uğrunda çalışılanların yanında bir kalemde tüm hayatın meyvesini vermesidir.[1] Bunlarla diğerleri arasındaki farkı görebiliyor muyuz? Bu fırsatların kapıya gelmesi için kişinin yeteri kadar hazırlıklı, yerleşik, teçhizatlı, doğru yargılı, cesur ve tanınmış olması gerekir.

Elbette ki, yıllar boyu mantıklı ve tetikte bir şekilde yatırım yapan yatırımcılara böyle bir fırsatın gelip gelmeyeceğini garanti edemeyiz. J. J. Raskob'un kitabın başında alay ettiğimiz "Herkes zengin olabilir." deyişiyle bitirmeyeceğiz. Ancak finans dünyasında ilginç fırsatların biri gider biri gelir ve akıllı ve girişimci yatırımcılar bunlardan hem zevk hem de gelir elde etmesini bilmelidir. Garanti olan tek şey, heyecandır.

1. Dürüst olmak gerekirse, bu operasyonda taraflar neredeyse anlaşamıyorlardı, çünkü ortaklar alım fiyatının aktiflerle %100 olarak karşılanmasını şart koşmuşlardı. Gelecekte kazanılacak olan 300 milyon dolar, muhasebedeki o 50,000$'a takılmıştı. Ne talih ki karşı taraf bu koşulu kabul etti.

Ekler

1. Graham-ve-Doddsville'in Süper-Yatırımcıları

Warren Buffett

EDİTÖRÜN NOTU: *1984 yılında Columbia Üniversitesi, Benjamin Graham ve David L. Dodd'un yazdığı "Security Analysis" adlı kitabın 50. yıldönümü için bir toplantı düzenledi. Bu toplantıda Warren Buffet da bir bir konuşma yaptı. Aşağıdaki yazı, bu konuşmanın notlarının redakte edilmiş şeklidir. 1934"te yayınlanan bu kitap, daha sonra "Akıllı Yatırımcı"da popülarize edilen görüşleri içeriyordu. Buffet'ın konuşması, yatırım "guru"su Graham'ın müritlerinin, hisse senedi piyasasında elde ettiği müthiş başarıları ve bu başarılara ulaşırken Graham'ın değer yatırımı yaklaşımını nasıl kullandıklarını büyüleyici bir şekilde sergiliyor.*

Artık Graham ve Dodd'un menkul kıymet analizinde "Fiyata nazaran önemli bir güvence payı bulunan değerleri arayın" yaklaşımının miadı doldu mu? Bugün yatırım konusunda ders kitabı yazan profesörlerin çoğunluğu bu soruya "evet" cevabını veriyor. Bu öğretim üyeleri, hisse senedi piyasasının artık etkin bir şekilde çalıştığını ve hisse senedi fiyatlarının bir şirketin geleceği ve ekonominin durumu hakkındaki her bilgiyi yansıttığını iddia ediyorlar. Bu kuramcılara göre, değerinden düşük hisse senedi yoktur. Çünkü tüm mevcut bilgiyi sindirip kullanabilen ve dolayısıyla hiç yanılmadan uygun fiyatı bulabilen akıllı analistler var. Birbiri ardına her yıl piyasayı yenenler ise, sadece şanslı. Günümüz yazarlarından biri şöyle yazıyor: "Eğer fiyatlar tüm mevcut bilgiyi yansıtıyorsa, piyasayı yenme ustalığına ulaşmak artık mümkün değil. "

Bu görüş belki de doğru. Ancak ben, size her yıl üst üste Standard& Poor's 500 endeksi'nden daha iyi performans göstermiş bir grup yatırımcıdan bahsetmek istiyorum. Bunun sadece şans eseri olduğunu savunan hipotez en azından bir incelemeye değer. Bu yatırımcıların tümünü iyi tanıyorum. Bu isimleri çok önceden seçmiştim. Listeye son giren kişiyi 15 yıl önce belirlemiştim. Listedeki kişileri, bu toplantıya gelmeden hemen önce binlerce isimlik bir listeden sizin için seçmiş seçmiş olsaydım, bu yazıyı okumayı derhal bırakmanızı söylerdim. Bu kişilerle ilgili kayıtların tümünün denetimden geçtiğini de ayrıca hatırlatmak istiyorum. Eklemek istediğim başka bir nokta daha var: Bu para yöneticilerine yatırım yapan birçok kişiyi tanıyorum ve yıllar boyu aldıkları çeklerin resmi kayıtlara girdiğini biliyorum.

Bu incelemeyi başlatmadan önce, ulusal bir yazı-tura atma yarışması düzenlendiğini hayal etmenizi istiyorum. 225 milyon Amerikalı'nın yarın sabah kalkıp yazı tura atarak 1$'lık bahse girdiğini varsayalım. Yarışmada kazananlar, kaybedenlerden 1$ alacak. Her gün kaybedenler yarış dışı kalacak ve ertesi gün kazananların paraları biriktiği için masadaki para artacak. On gün ve on yazı tura atıştan sonra, Birleşik Devletler'de 10 kez üst üste doğru bilen 220,000 kişi kalacak. Her biri 1,000$'dan biraz daha fazla para kazanmış olacak.

Devreye insan tabiatı gireceğinden bu grubun gururu hafiften kabaracak. Mütevazi olmaya çalışacaklar ama kokteyl partilerinde karşı cinsin cazibeli temsilcilerine tekniklerini anlatacaklar. Bu kişiler, yazı-tura konusundaki muhteşem öngörüleri ile öğünecekler.

Kazananların kaybedenlerden uygun miktarda kazanç sağladığını varsayarak, bir on gün daha sonra, 20 kere üst üste haklı çıkanların sayısı 215'e düşecek, ama bu grubun her bir üyesi bu zamana dek 1 milyon dolardan biraz daha fazla para kazanmış olacak. Toplam olarak 225 milyon dolar kaybedilecek ve 225 milyon dolar kazanılacak.

İşte o zaman kazanan grup kendisini iyice dağıtacak. Bunların bir bölümü herhalde, "Her Sabah 30 Saniye Çalışarak 1 Dolar'ı Nasıl 1 Milyon Dolar Yaptım" diye bir kitap yazacak. Hatta, uçaktan uçağa atlayıp ülkenin her tarafını dolaşarak, etkili yazı tura atma teknikleri hakkında seminer verenler de olacak. Bazıları profesörlerle polemiğe girecek, "Sizin mümkün değil dediğiniz başarıya 215 kişi nasıl ulaştı?" diye soracaklar..."

Ama daha sonra, bir işletme profesörü ortaya çıkacak ve biraz sertçe şu cevabı verecek: "Bu yarışma, 225 milyon orangutan arasında yapılsaydı, 20 gün sonra 215 egoist orangutan yine her atışı kazanmış olacaktı."

Benim anlatacaklarım ile yukarıdaki örnek arasında önemli farklılıklar var: Bir kere, eğer (a) elinizde 225 milyon orangutan olsaydı; (b) bunların arasından 20 gün sonra devamlı kazanmış olan 215 tanesi kalsaydı; ve (c) kalanların 40 tanesi Omaha'daki aynı hayvanat bahçesinden gelmiş ol-

saydı, önemli bir ipucu yakaladığınızı bilirdiniz. Herhalde hayvanat bahçesi müdürüne gidip onlara ne yemek verdiğini, özel eğitime tabi tutup tutmadığını, hangi kitapları okuduklarını ve Allah bilir başka daha neleri sorardınız. Başarının bir yerdeki olağanüstü yoğunlaşmasını gördüğünüzde, bu başarının hangi olağan dışı niteliklerden kaynaklandığını araştırmak isterdiniz.

Bir bilimsel inceleme de doğal olarak aynı yolu takip eder. Ender rastlanan bir kanser türünün (diyelim ki A.B.D.'de yılda 1,500 vaka) olası nedenlerini analiz etmeye çalışıyorsanız ve bunların 400 tanesini küçük bir Montana madencilik kasabasında bulmuşsanız, oranın suyu, hastaların hangi işte çalıştıkları veya diğer değişkenler hakkında merak duymaya başlarsınız. 400 hastanın aynı kasabadan gelmiş olmasının bir tesadüften ibaret olmadığını hemen kavrarsınız. Kansere yol açan gerçek nedeni hemen bulamayabilirsiniz ama gerçeği nerede arayacağınızı bilirsiniz.

Bir işin başlangıç noktasını, kaynağını bulmanın tek yolu, coğrafya değil tabii. Bazı olayların nedeni, entelektüel başlangıç noktaları olabilir. Yatırım dünyasındaki başarılı yazı-tura atıcıları arasından birçoğunun, ismi Graham-ve-Doddsville olan küçük bir "köy"den geldiklerini göreceksiniz. Sırf şansla açıklanamayacak kadar fazla sayıda başarılı yatırımcının izini sürdüğümüzde, yolumuz bu entelektüel köye çıkar.

Esasında bu yoğunlaşmayı da anlamsız kılacak koşullar vardır. Belki de yarışmadaki 100 kişi ikna yeteneği çok yüksek olan bir kişiyi taklit ediyordu. O ne zaman tura dese, 100 kişi de hemen aynısını yapıyor olabilirdi. Eğer bu lider o sona kalan 215 kişinin arasındaysa ve bunların da 100 tanesi lideri taklit ediyorsa, tümünün aynı entelektüel başlangıç noktasından geldiğini söylemek anlamsızdır. Bu durumda sadece bir vakayı yüz diye saymış oluruz. Buna benzer olarak, babaerkil bir toplumda yaşadığınızı ve Birleşik Devletler'deki her ailenin 10 kişiden oluştuğunu farzedin. Bu babaerkil kültür o kadar güçlü ki yarın sokağa 225 milyon kişi çıktığında ailenin her bir ferdi, babanın dediğini yapacak. O halde 20 günlük sürenin sonunda, yine 215 kişi hep kazanacak ama bunlar 21.5 aileden gelmiş olacak. Bazı naif tipler, bu kez başarılı yazı-tura atmanın sırrının bazı kalıtımsal unsurlarda yattığını söyleyecek. Tabii ki bu görüş yanlış. Çünkü aslında elinizde başarılı 215 kişi değil 21.5 adet gelişigüzel dağılmış aile var.

Sunacağım başarılı yatırımcı grubunun ortak entelektüel aile reisi Ben Graham. Ama evden ayrılan çocuklar, yazı-turalarını çok değişik şekillerde atmışlar. Değişik yerlere gitmişler, değişik hisseler ve şirketler alıp satmışlar. Ancak bu kişilerin aldıkları başarılı sonuç, tesadüf değil. Başarının, liderin yaptığının aynısını taklit edilmesinden geldiği de iddia edilemez. Burada "aile reisi"nin tek yaptığı şey, yazı-tura kararlarının verilmesi için entellektüel kuramı hazırlamış olmaktır. Ancak her öğrenci bu kuramı kendi yorumu ile hayata geçirmiştir.

Graham-ve-Doddsville'li yatırımcıların ortak entelektüel "tema"sı "bir işin değeri ile o işin piyasada bulunan küçük parçalarının fiyatı arasındaki çelişki ve farklılıkları bulmak"tır. Bu iki gurunun müritleri, bu çelişkilerden yararlanırken, piyasa analistlerinin meraklı oldukları ayrıntılarla uğraşmazlar. Hisse senetleri, pazartesi mi yoksa perşembe günü mü, ocak ayında mı, yoksa temmuzda mı alınmalı türü konulara dalmadan onlar tüm dikkatlerini çelişkilere ve farklılıklara yoğunlaştırır. Sırası gelmişken şu noktayı da vurgulayayım: İşadamları bir iş (şirket, vs.) için alım kararı verirken, haftanın belirli bir gününü veya yılın belirli bir ayını seçmez. Graham-Dodd yatırımcıları da hisseler arasında seçim yaparken belirli bir günde veya ayda alım yapmanın peşinde değildir. Bir işin (şirketin) tamamı satın alınırken haftanın hangi gününde olduğumuz farketmiyorsa, aynı işin küçük parçalarının alınmasında niye farketsin? Bizim Graham&Dodd yatırımcılarının "beta"yı, sabit sermaye fiyatlaması modelini veya getirilerdeki bağıntıyı tartışmadıklarını söylemeye de gerek yok. Bu tip karmaşık tezler, onların ilgilendiği konular değil. Hatta bunları anlamakta güçlük bile çekebilirler. Bu yatırımcılar ancak iki konuya odaklanıyorlar: Fiyat ve değer...

Teknik analizcilerin fiyat ve işlem hacminin davranış biçimleri hakkında yaptıkları incelemeleri hep tuhaf bulmuşumdur. Geçen hafta veya ondan önceki haftada bir şirketin fiyatı yükseldi diye o şirketi hemen satın almayı hiç aklınızdan geçirir misiniz? Fiyat ve işlem hacmi hakkında bu kadar çok inceleme yapılmasının nedeni, elbette ki bu bilgisayarlar çağında sonsuz miktarda verinin mevcut olması. Veriler ortada olunca ve akademisyenler, verilerin manipülasyonu için gerekli matematik beceriyi ağır bir çalışmadan sonra elde edince, araştırma yapmak sanki zorunluymuş gibi görünüyor. Matematik teknikleri öğrenenler, bunları kullanmamak sanki günahmış gibi, yararı olsa da, olmasa da hemen araştırmaya başlıyor. Bir arkadaşımın dediği gibi, elinde çekiç olan kişiye herşey çivi gibi gözükür.

Ortak entellektüel evleriyle belirlediğimiz Graham-Dodd grubunu incelemeye değer buluyorum. Fiyat, işlem hacmi, mevsimsellik, kapitalizasyon, vs. gibi hisse performansını etkileyen değişkenleri inceleyen bir yığın akademik araştırma var. Ancak, değer yatırımına önem veren bu üstün başarılı grubun yöntemlerini bugüne kadar inceleyen olmamış.

Bu sonuçların incelenmesine, dört arkadaşın Graham-Newman Corporation'da çalıştığı 1954-1956 yıllarına dönerek başlıyorum. Burada sadece dört isim var. Bu isimleri binlercesinin arasından seçmedim. Çünkü şirketteki toplam çalışan sayısı dörttü. Ben Graham'ın sınıfına devam ederken Graham-Newman'da ücret almadan çalışmak istedim. Her konuda değer kriterine önem veren Graham, beni şirketi için "aşırı değerli" bulduğunu söyleyerek başvrumu reddetti. Anlaşılan bu değer işini fazla ciddiye alıyordu. Onu uzun süre taciz ettikten sonra, sonunda beni işe aldı. Şirket-

te üç ortak vardı ve biz dördümüz de "taşralı" seviyesindeydik. Dördümüz de 1955 ile şirketin tasfiye edildiği 1957 yılları arasında işten ayrıldık. Diğer üçünün bu zaman zarfında neler yaptığını biliyoruz.

Birinci örnek (Tablo 1), Walter Schloss. Walter hiç üniversiteye gitmedi ve New York Institute of Finance'de Ben Graham'dan akşam dersleri aldı.Walter, Graham-Newman'dan 1955'de ayrıldı ve burada gösterilen sonuçları 28 yıl içinde elde etti.

"Adam Smith", ona Walter'den bahsettikten sonra *Supermoney*'de şöyle yazmıştı (1972):

> Teknik bilgilerle bir ilişkisi veya onlara ilgisi yok. Wall Street'de hemen hiç kimse onu tanımıyor ve hiç kimse onu fikirleriyle beslemiyor. El kitaplarındaki telefon numaralarına bakıyor ve yıllık şirket raporlarını istiyor. Başka yaptığı bir şey yok.
>
> Warren beni Schloss'la tanıştırırken biraz da kendini tanımladı. "Başkalarının parasını yönettiğini asla unutmaz ve bu durum zarara karşı zaten kuvvetli olan nefretini daha da kuvvetlendiriyor". Müthiş dürüst ve kim olduğunu gayet iyi biliyor. Onun için para ve hisseler gerçeğin ta kendisi ve bu da onun için "güvence payı" kavramının cazibesini artırıyor.

Walter çok çeşitleme yapar ve halihazırda elinde 100'den fazla hisse bulunduruyor. Bütün yaptığı, özel bir iş sahibi için, değerinden daha düşük seviyelerde işlem gören hisseleri belirlemek. *Hepsi bu.* Hangi ayda, hangi günde olduğumuz veya seçim yılında bulunup bulunmadığımız onu ilgilendirmiyor. Bütün söylediği şey, eğer bir hissenin değeri 1$ ise ve ben onu 40¢'e alabiliyorsam, benim için iyi şeyler olacak. Ve hep bunu tekrarlıyor. Benimkilerden çok daha fazla hissesi var ve şirketlerin yaptığı işin doğasıyla benden çok daha az ilgileniyor. Onun üzerinde pek etkim yok galiba. Bu da kuvvetli yönlerinden biri. Kimse onu etkileyemiyor.

İkinci vakamız Tom Knapp. O da benimle birlikte Graham-Newman'da çalışmıştı. Tom savaş öncesinde Princeton'dan kimya mezunu. Savaştan geldiğinde plajda yatıp kalkıyordu. Bir gün Dave Dodd'un Columbia'da, akşamları yatırım dersleri verdiğini duydu. Derse yazıldıktan sonra konuya ilgisi o kadar arttı ki gidip Columbia Business School'a yazılarak MBA yaptı. Daha sonra tekrar Dodd'un kursunu aldı. En sonunda Ben Graham'ın kursunu izledi. 35 yıl sonra burada yazacaklarımı bir kontrol etmek için kendisini aradığımda yine plajdaydı. Ama bir fark vardı. Knapp, plajın sahibi olmuştu.

1968 yılında, Tom Knapp ve yine Graham'ın müritlerinden olan Ed Anderson, kendilerinkine benzer fikirlere sahip olan bir-iki kişiyle birlikte Tweedy, Browne Partners' şirketini kurdular. Yatırım sonuçları Tablo 2'de.

Tweedy, Browne bu sonuçlara bol çeşitleme yaparak ulaştı. Bazen şirketlerin kontrollerini bile ele aldılar ama pasif yatırımlarının kayıtları, kontrolün elde olduğu yatırımlar kadar iyiydi.

İşte bunlar Graham-and-Doddsville'in dokuz yazı-tura atıcısının kayıtları. Onları geriye dönüp bakarak binlercesinin arasından seçmedim. Size piyangoda kazananların isimlerini saymıyorum. Bu insanları ben yıllar önce yatırım kararlarını veriş biçimlerine göre seçtim. Nasıl eğitildiklerini biliyordum ve zekâ, kişilik ve davranış biçimleri hakkında da bir hayli fikrim vardı. Bu grubun, ortalamaların çok altında riskler aldığını anlamak çok önemli. Genel piyasanın zayıf olduğu yıllardaki performanslarına bakın. Her ne kadar tarzları birbirlerinden çok değişik olsa da hepsi işi satın alıyorlar, hisseyi değil. Bazıları tüm işi ve şirketi satın alıyor. Ama çoğu kez o işin küçük parçalarını alıyorlar. İster işin tamamını, isterse küçük parçalarını alıyor olsunlar, yatırım anlayışları hep aynı. Bazılarının portföyünde düzinelerce, bazılarınınkinde sadece birkaç hisse bulunuyor. Ama hepsi, bir işin piyasa fiyatıyla içsel değeri arasındaki farktan yararlanıyor.

Piyasanın etkin çalışmadığına ikna olmuş birisiyim. Graham&Doddsville yatırımcıları, piyasanın bu boşluklarından başarıyla yararlanmayı bilmişler. Bir hissenin fiyatı, duygusal, hırsa kapılmış veya paniğe girmiş insanların oluşturduğu "sürülerce" etkilenmeye başladığı zaman fiyatın her zaman rasyonel olduğunu söylemek güç. Hatta fiyatların çoğu zaman, saçmaladığını söylemek daha doğru olur.

Risk ve ödül hakkında bir şey daha söylemek istiyorum. Risk ve ödül bazen pozitif bir orantıda bağıntılıdır. Eğer birisi bana "Altı atımlık tabancamın içinde bir kurşun var. Namluyu kendine çevir ve bir atış yap. Hayatta kalırsan sana 1 milyon dolar vereceğim." dese belki de 1 milyon doların bu risk için yeterli olmadığını söyleyerek "Rus ruleti"ni reddederim. Karşımdaki kişi daha sonra bana tetiği iki kez çekersem 5 milyon dolar vereceğini söyleyebilir. İşte bu pozitif bağıntılı bir risk-ödül ilişkisidir.

Değer yatırımı için bunun tam tersi doğrudur. Bir dolarlık bir banknotu 60¢'e alırsan 40¢'e aldığınkinden daha risklidir, ama ikincisinde ödül daha fazladır. Bir değer portföyünde, ödül potansiyeli ne kadar fazlaysa risk de o kadar azdır.

Küçük bir örnek: 1973 yılında, The Washington Post Company'nin piyasa değeri 80 milyon dolardı. O günlerde şirketin varlıklarının değeri 400 milyon dolardan fazlaydı. Şirket, Post, Newsweek ve birkaç büyük televizyon kanalının sahibiydi. Bunların şimdiki değeri 2 milyar dolar. O gün 400 milyon dolar ödemiş olan kişiye herhalde deli diyemezsiniz.

Eğer hisse senedi daha da düşüp şirketin değerini 80 yerine 40 milyon dolara getirmiş olsaydı Beta'sı da daha yüksek olacaktı. Ve betanın riski ölçtüğüne inananlar, bu daha ucuz fiyatın hisseyi daha riskli kıldığını düşüneceklerdi. Bu düşünce, Alice'in Harikalar Diyarı'nda doğru olabilir. 400

milyon dolarlık bir işi 80 milyon yerine 40 milyon dolara almanın neden daha riskli olduğunu doğrusu hiç anlamamışımdır. Hatta, eğer bir işe değer biçme hakkında çok az bilginiz varsa, 400 milyon dolarlık bir işi 80 milyon dolara almanın hiçbir riski yoktur. 400 milyon doları 10'a bölüp 40'ar milyon dolarlık işleri 8'er milyon dolara aldığınızda iyice güvencede olursunuz. Bu 400 milyon dolarlık işin yönetimi sizin elinizde olmadığına göre, dürüst ve makul bir seviyede yetenekli kişilerle çalışıp çalışmadığınızdan emin olamazsınız. Ancak bu konuda bilgi sahibi olmak da çok zor değildir.

Şirketin işi hakkında genel bir tahminde bulunabilmek için biraz bilgiye de sahip olmak gerekir. Ama temkini elden bırakmamak şarttır. Ben Graham'ın "güvence payı" kavramı ile anlatmak istediği de budur. 83 milyon dolarlık bir işi 80 milyon dolara almaya çalışmamanız gerekir. Kendinize büyük bir marj bırakmalısınız. Bir köprü inşa ettiğinizde, 30 ton taşıyabileceğini bilirsiniz, ama üzerinden ancak 10 tonluk bir kamyonla geçersiniz. Aynı ilke yatırım için de geçerlidir.

Sonuçta, aranızda daha ticari kafada olanlar bu makaleyi niye yazdığımı düşünmeye başlayacaklardır. Çünkü, ne kadar çok kişi değer yatırımı kavramını benimserse, değer ve fiyat arasındaki farklar da o kadar azalacaktır. Ama Ben Graham ve Dave Dodd, Security Analysis'i yazalı 50 yıl geçti ve işin hiçbir gizemi kalmadı. Buna rağmen, benim uyguladığım 35 yıl içinde değer kavramına doğru bir akım başladığına ben şahit olmadım. Sanki insan karakterinin kolay şeyleri zorlaştırmayı seven ters bir yönü var. Hatta akademik dünya bile, son 30 yılda değer yatırımı kavramını öğretme işinden elini eteğini çekmiş durumda. Bu durum böyle devam eedecekmiş gibi görünüyor. Gemiler dünyanın etrafında dolanacaklar ama Düz Dünya Cemiyeti de serpilmeye devam edecek. Piyasalarda fiyatla değer arasında geniş çaplı farklılıklar olmaya ve Graham&Dodd'larını okuyanlar zenginleşmeye devam edecekler.Tablo 3'te de grubun üçüncü üyesi var. 1957 yılında Buffett Partnership'i kuranlardan birisi. Yaptığı en iyi iş 1969 yılında ayrılması oldu. Ondan sonra, Berkshire Hathaway bir bakıma bu ortaklığın bir devamı olarak faaliyetine devam etti. Berkshire'deki yatırım yöneticiliğini doğru bir şekilde ölçtüğünü düşündüğüm tek bir endeks yok. Ama nasıl ölçerseniz ölçün, başarılı olduğu ortada.

Tablo 4, 1951 yılında Ben Graham'ın sınıfında tanıştığım Bill Ruane tarafından yönetilen Sequoia Fonu'nun performansını gösteriyor. Ruane, Harvard Business School'dan çıktıktan sonra doğru Wall Street'in yolunu tuttu. Daha sonra gerçek bir iş eğitimi almak için Ben Graham'ın Columbia'daki kursuna katıldı. Bill'in 1951-1970 arasıda nispeten küçük meblağlarla gösterdiği performans, ortalamaların çok üzerindeydi. Buffett Partnership'i tasfiye ettiğimde, ondan bütün ortaklarımızın fonlarını yöneteceği bir fon kurmasını istedim. O da böylece Sequoia Fonu'nu kurdu. Fonu

çok kötü bir zamanda tam ben ayrılırken kurmuştu. Değer yatırımcılarının karşılaştırmalı performanslarının en kötü görüneceği günleri yaşıyorduk. Ama memnuniyetle şunu da söyleyebilirim ki, mutlu sonuçları gören ortaklarım yalnız onunla işe devam etmekle kalmadı, aynı zamanda yatırdıkları paraları da artırdılar.

Burada geriye bakarak değerlendirme yapmıyorum. Ortaklarıma önerdiğim tek kişi Bill'di ve o zaman Standard&Poor's endeksi'nden yılda dört puan daha fazla getirise bunun gayet sağlam bir performans olacağını söylemiştim. Bill bundan çok daha fazla getiri sağladı ve yönettiği paranın miktarı da devamlı arttı. Büyüme, işleri daha da zorlaştırır. Büyüklük performans için hiç kuşkusuz bir dezavantajdır. Bu görüş, büyüdükçe ortalamalardan daha fazla getiremezsiniz anlamına gelmez ama marjlar azalır. Ve eğer iki trilyon dolar yönetecek kadar büyürseniz, ki bu ekonomide bulunan hisse senedi şeklindeki sermayenin miktarıdır, ortalamalardan daha iyi performans yapabileceğinizi düşünmeyin bile!

Buraya kadar gördüğümüz kayıtlarda, tüm bu dönem için portföylerde hemen hemen hiç yineleme olmadığını da eklemek istiyorum. Bunlar fiyatla değer arasında oluşan çelişkilere bakarak hisse senedi seçen insanlar ama yaptıkları seçimler birbirlerinden çok farklı. Walter'ın elindeki en büyük miktarlar, Hudson Pulp&Paper, Jeddo Highland Coal, New York Trap Rock Company gibi güçlü olanların ve ekonomi sayfalarını okuyan sıradan bir kişinin bile hemen aklına gelebilecek şirketlerin hisseleriydi. Tweedy Browne'ın seçtikleri, isim aşinalığı açısından bir derece daha aşağı iniyor. Öte yandan, Bill büyük şirketlerle çalışmış. Bu portföylerdeki benzerlikler çok ama, çok az olmuş. Bu rakamlar, bir kişinin söyleyip de elli kişinin aynı şeyi yaptığı bir durumu yansıtmıyor.

Tablo 5, Harvard Hukuk Fakültesi mezunu olan ve daha sonra büyük bir avukatlık firması kuran bir arkadaşımın yatırım sicilini gösteriyor. Ona 1960 yılında rastladığımda hukukun iyi bir uğraş olduğunu ama daha iyi şeyler yapabileceğini söylemiştim. O da gidip tam Walter'ınkinin tersi bir ortaklık kurdu. Çok az sayıda hisseden oluşan bir portföyü vardı ve dolayısıyla performansı çok daha değişkendi ama o da aynı değerden iskonto yaklaşımını kullanıyordu. Büyük performans tepe ve diplerine razıydı ve tüm benliğiyle bir şeye konsantre olabilen bir kişiliğe sahipti. Bu unsur da sonuçlarda görünüyor. Bu sonuçlar Charlie Munger'in. Uzun süre Berkshire Hathaway'da ortağım oldu. Ama kendi ortaklığını yönetmeye başladığında portföyü benimkinden ve yukarıda bahsettiğimiz diğer kişilerinkinden tamamen farklıydı.

Tablo 6, Charlie Munger'in bir arkadaşının performansı. O da bu işin okulundan değil ve USC'den matematik mezunu. Mezun olduktan sonra IBM'de çalışmaya başlamış ve bir süre IBM satıcılığı yapmış. Ben Charlie'ye gittikten sonra, Charlie de ona gitti. Bu kişi Rick Guerin. Rick, 1965-

1983 arasında, S & P'nin %316'lık bileşik getirisine karşılık %22,200'e ulaştı ki bu rakamı, belki de bu işin okulundan gelmediği için, önemsiz olarak görüyor.

Burada bir diğer konuya parmak basmak istiyorum. Bir dolarlık banknotları 40¢'e satın alma fikri insanları ya hemen cezbeder ya da hiç etmez. Bu bir aşı gibidir. İnsan böyle bir fikri hemen anında benimsemezse, bir daha bunu ona yıllarca anlatın, raporlarla ispat edin, bir şey farketmez. Bir türlü bu kavramı anlayamazlar. Rick Guerin gibi iş hayatı hakkında hiç bir eğitimi olmayan bir adam, değer yatırımı kavramını hemen anlar ve beş dakika içerisinde de uygulamaya koyar. Hayatımda bu kavramı yavaş yavaş anlayan bir insana rastlamadım. Bunun zekâ katsayısı veya akademik bir geçmiş ile ilgisi yok. Ya anında oluyor ya da hiç.

Tablo 7'de Stan Perlmeter'in yatırım sicilini bulacaksınız. Stan, Michigan Üniversitesi, güzel sanatlar mezunuydu ve reklâm ajansı Bozell&Jacobs'un ortaklarından biriydi. Omaha'dayken aynı binadaydık. 1965 yılında iş hayatında benim daha başarılı olduğumu düşünerek reklâmcılığı bıraktı. Değer yaklaşımını benimsemesi Stan'in beş dakikasını aldı.

Walter Schloss'ta olanlar Perlmeter'de yok. Bill Ruane'ın yeteneklerine de sahip değil. Bunların her biri bağımsız performanslar. Ama Perlmeter her hisse alışında, ödediği paradan daha fazla değer satın alır. Düşündüğü tek şey budur. Her çeyrek yılda bir açıklanan kârlılık rakamlarına, gelecek yılın kazançlarına, haftanın hangi günü olduğuna, başkalarının yazdığı yatırım raporlarına, fiyat momentumuna, işlem hacmine veya başka bir şeye bakmaz. Tek sorduğu soru şudur: Bu işin değeri nedir?

Tablo 8 ve 9, daha önce ilişkim olan iki emeklilik fonunun performanslarını gösteriyor. Bunlar, lişkim olan düzinelerce fon arasından seçilmedi. Bu iki fon da, benim etkim altındaydı. Her ikisini de değer eğilimli yöneticilere teslim etmiştim. Emeklilik fonlarının çok ama çok azı, değer yaklaşımıyla yönetilir. Tablo 8, Washington Post Company'nin emeklilik fonunu içeriyor. Birkaç yıl önce büyük bir banka ile çalışıyorlardı ve onlara değer eğilimli yöneticiler seçmelerini önerdim.

Görebildiğiniz gibi, bu değişimi yaptıktan sonra hep en üstlerde oldular. The Post, yöneticilerden fonun en az %25'inin tahvillerde tutulmasını istemiş. Bu yöneticilerin seçeneği değildi. Bu grubun bonolar hakkında uzman olmadığını göstermek için portföyün bono kısmının performansını da dahil ettim. Fonun bu %25'lik yüküyle bile fon yönetimi listelerinin en başında gelmeyi başardılar. The Washington Post örneği pek uzun bir süreyi kapsamıyor ama geriye bakarak belirlenmemiş üç yöneticinin birçok yatırım kararını temsil ediyor.

Tablo 9, FMC Corporation fonunun performansı. Bir kuruşlarını dahi yönetmedim ama 1974 yılında değer eğilimli yöneticiler seçmelerini önerdim. Daha önce, yöneticilerini aynı diğer büyük şirketler gibi seçmişlerdi.

Şimdi, değer eğilimli yöneticiler değişimini yaptıktan sonra, Becker emeklilik fonları araştırmasının yaptığı sıralamada en başta bulunuyor. Geçen yıl, onlarla bir yıldan daha fazla bir süre birlikte kalan 8 hisse senedi yöneticileri vardı. Yedi tanesinin kümülatif performansı S&P'ninken iyiydi. Şimdi, ortalama bir performansla FMC fonunun gerçekleştirdiği performans arasındaki net fark 243 milyon dolar. O yöneticiler benim seçeceğim tip yöneticiler değil ama hepsinin ortak yanı, değeri baz alarak hisse seçmeleri.

Tablo 1. Walter J. Schloss

Yıl	*Toplam S&P Artışı Kâr Payları Dahil) (%)*	*WJS Ltd Ortakları Yıllık Toplam Kazanç (%)*	*WJS Ortaklığı Yıllık Toplam Kazanç (%)*
1956	7.5	5.1	6.8
1957	-10.5	- 4.7	-4.7
1958	42.1	42.1	54.6
1959	12.7	17.5	23.3
1960	- 1.6	7.0	9.3
1961	26.4	21.6	28.8
1962	-10.2	8.3	11.1
1963	23.3	15.1	20.1
1964	16.5	17.1	22.8
1965	13.1	26.8	35.7
1966	-10.4	0.5	0.7
1967	26.8	25.8	34.4
1968	10.6	26.6	35.5
1969	- 7.5	- 9.0	- 9.0
1970	2.4	- 8.2	- 8.2

Standard&Poor's'un $28^{1/4}$ yıllık bileşik artışı (toplam)	%887.2
WJS Ltd Ortaklarının $28^{1/4}$ yıllık bileşik artışı (toplam)	%6,678.8
WJS Ltd Ortaklığının $28^{1/4}$ yıllık bileşik artışı (toplam)	%23,104.7
Standard & Poor's'un $28^{1/4}$ yıllık bileşik artışı (yıllık)	%8.4
WJS Ltd Ortaklarının $28^{1/4}$ yıllık bileşik artışı (yıllık)	%16.1
WJS Ltd Ortaklığının $28^{1/4}$ yıllık bileşik artışı (yıllık)	%21.3

Ortaklığın tarihi boyunca, 800 değişik hisseye yatırım yapıldı.

Çoğu kez, elde en az 100 pozisyon tutuluyordu. Yönetim altındaki mevcut varlıkların tutarı 45 milyon $. Ortaklıkla limited ortaklar arasındaki fark genel yönetim ortağı için tahsisat yapılmasından kaynaklanıyor.

Tablo 1. (Devamı)

Yıl	*Toplam S&P Artışı Kâr Payları Dahil) (%)*	*WJS Ltd Ortakları Yıllık Toplam Kazanç (%)*	*WJS Ortaklığı Yıllık Toplam Kazanç (%)*
1971	14.9	25.5	28.3
1972	19.8	11.6	15.5
1973	-14.8	- 8.0	- 8.0
1974	-26.6	- 6.2	- 6.2
1975	36.9	42.7	52.2
1976	22.4	29.4	39.2
1977	- 8.6	25.8	34.4
1978	7.0	36.6	48.8
1979	17.6	29.8	39.7
1980	32.1	23.3	31.1
1981	6.7	18.4	24.5
1982	20.2	24.1	32.1
1983	22.8	38.4	51.2
1984 1.Çeyr.	2.3	0.8	1.1

Tablo 2. Tweedy, Browne Inc.

30 Eylül'de biten dönem	*Dow Jones* (%)*	*S&P 500 (%)*	*TBK Toplam (%)*	*TBK Limited Ortakları (%)*
1968 (9 ay)	6.0	8.8	27.6	22.0
1969	- 9.5	- 6.2	12.7	10.0
1970	- 2.5	- 6.1	- 1.3	- 1.9
1971	20.7	20.4	20.9	16.1
1972	11.0	15.5	14.6	11.8
1973	2.9	1.0	8.3	7.5
1974	-31.8	-38.1	1.5	1.5
1975	36.9	37.8	28.8	22.0
1976	29.6	30.1	40.2	32.8
1977	- 9.9	- 4.0	23.4	18.7
1978	8.3	11.9	41.0	32.1
1979	7.9	12.7	25.5	20.5
1980	13.0	21.1	21.4	17.3
1981	- 3.3	2.7	14.4	11.6
1982	12.5	10.1	10.2	8.2
1983	44.5	44.3	35.0	28.2
Toplam Getiri				
$15^{3/4}$ yıl	%191.8	%238.5	%1,661.2	%936.4
Standar&Poor's'un $15^{3/4}$ yıllık toplam yıllık bileşik getirisi				% 7.0
TBK Limited Ortakları $15^{3/4}$ yıllık toplam yıllık bileşik getirisi				% 16.0
TBK $15^{3/4}$ yıllık toplam yıllık bileşik getirisi				% 20.0

* Kâr payları dahil.

Tablo 3. Buffett Partnership, Ltd.

Yıl	Toplam Sonuçlar Dow (%)	Ortaklık Sonuçları (%)	Limited Ortaklarının Sonuçları (%)
1957	- 8.4	10.4	9.3
1958	38.5	40.9	32.2
1959	20.0	25.9	20.9
1960	- 6.2	22.8	18.6
1961	22.4	45.9	35.9
1962	- 7.6	13.9	11.9
1963	20.6	38.7	30.5
1964	18.7	27.8	22.3
1965	14.2	47.2	36.9
1966	-15.6	20.4	16.8
1967	19.0	35.9	28.4
1968	7.7	58.8	5.6
1969	-11.6	6.8	6.6
Kümülatif veya bileşik bazda sonuçlar:			
1957	- 8.4	10.4	9.3
1957-58	26.9	55.6	44.5
1957-59	52.3	95.9	74.7
1957-60	42.9	140.6	107.2
1957-61	74.9	251.0	181.6
1957-62	61.6	299.8	215.1
1957-63	94.9	454.5	311.2
1957-64	131.3	608.7	402.9
1957-65	164.1	943.2	558.5
1957-66	122.9	1156.0	704.2
1957-67	165.3	1606.9	932.6
1957-68	185.7	2610.6	1403.5
1957-69	152.6	2794.9	1502.7
Yıllık Bileşik Oran	7.4	29.5	23.8

Tablo 4. Sequoia Fund, Inc.

Yıl	*Yıllık Yüzde Değişim*** Sequoia Fund (%)	S&P 500 Endeksi* (%)
1970 (15 Temmuz'dan itibaren)	12.1	20.6
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	-24.0	-14.8
1974	-15.7	-26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	- 7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	- 5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984 (ilk çeyrek)	-1.6	- 2.4
Tüm Dönem	%775.3	%270.0
Yıllık Bileşik Getiri	% 17.2	% 10.0
Artı %1 Yönetim Komisyonu	% 1.0	
Brüt Yatırım Getirisi	% 18.2	% 10.0

* Kâr payları dahil (ve Sequoia Fund için sermaye kazançları dağıtımları) ve tekrar yatırılmış gibi hesaplanmış.
** Buradaki S&P rakamları Tablo 1'dekilerden biraz farklı, çünkü kâr payları tekrar yatırılmış olarak hesaplanmış.

Tablo 5. Charles Munger

Yıl	Mass. Inv. Trust (%)	Investors Stock (%)	Lehman (%)	Tri-Cont. (%)	Dow (%)	Toplam Ortaklık (%)	Limited Ortaklık (%)
Yıllık Sonuçlar (1)							
1962	- 9.8	- 13.4	-14.4	-12.2	- 7.6	30.1	20.1
1963	20.0	16.5	23.8	20.3	20.6	71.7	47.8
1964	15.9	14.3	13.6	13.3	18.7	49.7	33.1
1965	10.2	9.8	19.0	10.7	14.2	8.4	6.0
1966	- 7.7	- 9.9	- 2.6	- 6.9	- 15.7	12.4	8.3
1967	20.0	22.8	28.0	25.4	19.0	56.2	37.5
1968	10.3	8.1	6.7	6.8	7.7	40.4	27.0
1969	-4.8	- 7.9	- 1.9	0.1	- 11.6	28.3	21.3
1970	0.6	- 4.1	- 7.2	- 1.0	8.7	- 0.1	- 0.1
1971	9.0	16.8	26.6	22.4	9.8	25.4	20.6
1972	11.0	15.2	23.7	21.4	18.2	8.3	7.3
1973	12.5	- 17.6	-14.3	-21.3	- 13.1	- 31.9	- 31.9
1974	25.5	- 25.6	-30.3	-27.6	- 23.1	- 31.5	- 31.5
1975	32.9	33.3	30.8	35.4	44.4	73.6	73.2
Bileşik Sonuçlar (2)							
1962	- 9.8	- 13.4	-14.4	-12.2	- 7.6	30.1	20.1
1962-63	8.2	0.9	6.0	5.6	11.5	123.4	77.5
1962-64	25.4	15.3	20.4	19.6	32.4	234.4	136.3
1962-65	38.2	26.6	43.3	32.4	51.2	262.5	150.5
1962-66	27.5	14.1	39.5	23.2	27.5	307.5	171.3

Tablo 5. Charles Munger (Devamı)

Yıl	Mass. Inv. Trust (%)	Investors Stock (%)	Lehman (%)	Tri-Cont. (%)	Dow (%)	Toplam Ortaklık (%)	Limited Ortaklık (%)
1962-67	53.0	40.1	78.5	54.5	51.8	536.5	273.0
1962-68	68.8	51.4	90.5	65.0	63.5	793.6	373.7
1962-69	60.7	39.4	86.9	65.2	44.5	1046.5	474.6
1962-70	61.7	33.7	73.4	63.5	57.1	1045.4	474.0
1962-71	76.3	56.2	119.5	100.1	72.5	1336.3	592.2
1962-72	95.7	79.9	171.5	142.9	103.9	1455.5	642.7
1962-73	71.2	48.2	132.7	91.2	77.2	959.3	405.8
1962-74	27.5	40.3	62.2	38.4	36.3	625.6	246.5
1962-75	69.4	47.0	112.2	87.4	96.8	1156.7	500.1
Ortalama Yıllık Bileşik Oran	3.8	2.8	5.5	4.6	5.0	19.8	13.7

Tablo 6. Pacific Partners Ltd.

Yıl	S&P 500 Endeksi (%)	Limited Ortaklık Sonuçları (%)	Toplam Ortaklık Sonuçları (%)
1965	12.4	21.2	32.0
1966	-10.1	24.5	36.7
1967	23.9	120.1	180.1
1968	11.0	114.6	171.9
1969	- 8.4	64.7	97.1
1970	3.9	- 7.2	- 7.2
1971	14.6	10.9	16.4
1972	18.9	12.8	17.1
1973	-14.8	- 42.1	- 42.1
1974	-26.4	- 34.4	- 34.4
1975	37.2	23.4	31.2
1976	23.6	127.8	127.8
1977	- 7.4	20.3	27.1
1978	6.4	28.4	37.9
1979	18.2	36.1	48.2
1980	32.3	18.1	24.1
1981	- 5.0	6.0	8.0
1982	21.4	24.0	32.0
1983	22.4	18.6	24.8
Standard&Poor's'un 19 yıllık bileşik getirisi			%316.4
Limited Ortaklığın 19 yıllık bileşik getirisi			%5,530.2
Toplam Ortaklığın 19 yıllık bileşik getirisi			%22,200.0
Standard&Poor's'un 19 yıllık, yıllık bileşik getirisi			%7.8
Limited Ortaklığın 19 yıllık, yıllık bileşik getirisi			%23.6
Toplam Ortaklığın 19 yıllık, yıllık bileşik getirisi			%32.9

Tablo 7. Perimeter Investments

Yıl	PIL Toplam (%)	Limited Ortaklık (%)		
8/1-31/12/65	40.6	32.5	Toplam Ortaklığın yüzde getirisi 8/1/65-31/10/83	%4277.2
1966	6.4	5.1		
1967	73.5	58.8	Limited Ortaklığın yüzde getirisi 8/1/65-31/10/83	%2309.5
1968	65.0	52.0		
1969	13.8	-13.8	Toplam Ortaklığın yıllık bileşik getiri oranı	%%23.0
1970	- 6.0	- 6.0		
1971	55.7	49.3	Limited Ortaklığın yıllık bileşik getiri oranı	%19.0
1972	23.6	18.9		
1973	-28.1	-28.1	Dow Jones Sanayi Endeksi 31/7/65 (takribi)	882
1974	-12.0	-12.0		
1975	38.5	38.5	Dow Jones Sanayi Endeksi 31/10/83 (takribi)	1225
1/1-31/10/76	38.2	34.5		
11/76-31/10/77	30.3	25.5	DJIA'nın takribi bileşik getiri oranı (kâr payları dahil)	%7
11/77-31/10/78	31.8	26.6		
11/78-31/10/79	34.7	28.9		
11/79-31/10/80	41.8	34.7		
11/80-31/10/81	4.0	3.3		
11/81-31/10/82	29.8	25.4		
11/82-31/10/83	22.2	18.4		

Tablo 8. The Washington Post Company, Master Trust, 31 Aralık 1983

	Son Çeyrek		1 Yıl Sonunda		2 Yıl Sonunda*		3 Yıl Sonunda*		5 Yıl Sonunda*	
	% Getiri	Sıra	% Getiri	Sıra	% Getiri	Sıra	% Getiri	Sıra	% Getiri	Sıra
Tüm yatırımlar										
Yönetici A	4.1	2	22.5	10	20.6	40	18.0	10	20.2	3
Yönetici A	3.2	4	34.1	1	33.0	1	28.2	1	22.6	1
Yönetici A	5.4	1	22.2	11	28.4	3	24.5	1	-	-
Master Trust (tüm yöneticiler)	3.9	1	28.1	1	28.2	1	24.3	1	21.8	1
Hisse senetleri										
Yönetici A	5.2	1	32.1	9	26.1		21.2	11	26.5	7
Yönetici A	3.6	5	52.9	1	46.2	27	37.8	1	29.3	3
Yönetici A	6.2	1	29.3	14	30.8	1	29.3	3	-	-
Master Trust (tüm yöneticiler)	4.7	1	41.2	1	37.0	110	30.4	1	27.6	1
Tahviller										
Yönetici A	2.7	8	17.0	1	26.6	1	19.0	1	12.2	2
Yönetici A	1.6	46	7.6	48	18.3	53	12.7	84	7.4	86
Yönetici A	3.2	4	10.4	9	24.0	3	18.9	1	-	-
Master Trust (tüm yöneticiler)	2.2	11	9.7	14	21.1	14	15.2	24	9.3	30
Tahvil ve eşdeğer nakitler										
Yönetici A	2.5	15	12.0	5	16.1	64	15.5	21	12.9	9
Yönetici A	2.1	28	9.2	29	17.1	47	14.7	41	10.8	44
Yönetici A	3.1	6	10.2	17	22.0	2	21.6	1	-	-
Master Trust (tüm yöneticiler)	2.4	14	10.2	17	17.8	20	16.2	2	12.5	9

* Yıllık

Sıra, fonun A.C.Becker evrenine karşı olan performansıdır.

Sıra yüzde olarak belirtilmiştir. 1 = en iyi performans, 100 = en kötü.

Tablo 9. FMC Corporation Emeklilik Fonu, Yıllık Getiri Oranı (%)

'de biten dönem	1 Yıl	2 Yıl	3 Yıl	4 Yıl	5 Yıl	6 Yıl	7 Yıl	8 Yıl	9 Yıl
FMC (Tahvil ve Hisseler Birlikte)									
1983	23.0								17.1*
1982	22.8	13.6	16.0	16.6	15.5	12.3	13.9	16.3	
1981	5.4	13.0	15.3	13.8	10.5	12.6	15.4		
1980	21.0	19.7	16.8	11.7	14.0	17.3			
1979	18.4	14.7	8.7	12.3	16.5				
1978	11.2	4.2	10.4	16.1					
1977	- 2.3	9.8	17.8						
1976	23.8	29.3							
1975	35.0								
Büyük Becker Plânı Ortalaması									
1983	15.6								12.6
1982	21.4	11.2	13.9	13.9	12.5	9.7	10.9		
1981	1.2	10.8	11.9	10.3	7.7	8.9	10.9		
1980	20.9	-	-	-	10.8	-			
1979	13.7	-	-	-	11.1				
1978	6.5	-	-	-					
1977	- 3.3	-	-						
1976	17.0	-							
1975	24.1								

* sadece hisse senetlerinden 18.5

Tablo 9. FMC Corporation Emeklilik Fonu, Yıllık Getiri Oranı (%) (Devamı)

'de biten dönem	1 Yıl	2 Yıl	3 Yıl	4 Yıl	5 Yıl	6 Yıl	7 Yıl	8 Yıl	9 Yıl
S&P 500									
1983	22.8								15.6
1982	21.5	7.3	15.1	16.0	14.0	10.2	12.0	14.9	
1981	- 5.0	12.0	14.2	12.2	8.1	10.5	14.0		
1980	32.5	25.3	18.7	11.7	14.0	17.5			
1979	18.6	12.4	5.5	9.8	14.8				
1978	6.6	- 0.8	6.8	13.7					
1977	7.7	6.9	16.1						
1976	23.7	30.3							
1975	37.2								

2. Yatırım Gelirleri ve Menkul Kıymet İşlemlerinin Vergilendirilmesi Hakkında Önemli Kurallar (1972)

Kural 1 - Faiz Gelirleri ve Kâr Payları

Aşağıdaki durumlar haricinde tüm faiz ve kâr payı gelirleri vergiye tabidir: (a) Federal vergilerden muaf fakat eyalet vergilerine tabi olan eyalet, belediye ve diğer tahviller, (b) sermayenin geri ödenmesini temsil eden kâr payları, (c) yatırım şirketleri tarafından ödenen bazı kâr payları (aşağıda), (d) olağan yurt-içi şirketlerinin ödediği kâr paylarının ilk 100 doları.

Kural 2 - Sermaye Kazanç ve Kayıpları

Kısa vadeli kazanç ve kayıpların net toplamını elde etmek için tüm kısa vadeli kazanç ve kayıplar birleştirilir. Uzun vadeliler de birleştirilerek net uzun vadeli kazanç ve kayıpların toplamı belirlenir. Eğer net kısa vadeli sermaye kazancı tutarı, net uzun vadeli sermaye kaybının tutarından büyükse, aradaki farkın %100'ü gelire dahil edilir. Bundan sonraki vergi, 50.000$'a kadar %25, bakiye için de %35'dir.

Net sermaye kaybı (sermaye kazançlarını geçen tutar), cari ve müteakip 5 yılda azami 1,000$'a kadar, normal gelirden düşülebilir. Kullanılmamış kayıplâr, sermaye kazançlarından düşülmek üzere her hangi bir zamanda hesaba katılabilir. (1970 öncesi zararlara, sonrakilerden daha cömert davranılmaktadır.)

"Yasal Düzenleme Altındaki Yatırım Ortaklıkları" ile İlgili Not

Çoğu yatırım fonu ("yatırım ortaklıkları") ortaklık muamelesi görmelerini sağlayan özel vergi yasalarından faydalanırlar. Dolayısıyla, uzun vadeli menkul kıymet kârlarını "sermaye-kazancı kâr payları" olarak dağıtabilirler ki hissedarlar bunları aynı uzun vadeli kazançlar gibi gösterirler. Bunların vergi oranları, normal kâr paylarınınkilerden daha düşüktür. Bu durumda yatırım ortaklığı hissedarları hesabına %25 vergi ödeme yolu seçilebilir. Bakiye gelir, sermaye-kazancı kâr payı olarak dağıtılmadan tutulabilir.

3. Hisse Senetlerinde Yeni Spekülasyon*

Söyleyeceklerim Wall Street'de geçirilen birçok yılın deneyiminden kaynaklanıyor. Bunların arasında son zamanlarda ortaya çıkan ve deneyimin değerini bile test eden yeni koşullar ve yeni atmosfer de var. Ekonomi, finans ve menkul kıymet analizini diğer uygulamalı disiplinlerden ayıran nokta şudur: Geçmiş olayların, bugüne ve geleceğe ışık tutacağını hiç kimse kesin olarak iddia edemez. Ne var ki geçmişi, onu incelemeden, anlamaya gayret etmeden bir kenara atma hakkına sahip değiliz. Bugünkü konuşmamda geçmişi nasıl anlayabileceğimizi konu alacağım. Ancak geçmişe ilgimiz, hisse senetlerine yatırım veya spekülasyonla sınırlı kalacak. Bu konularda bugünkü ve geçmiş davranış biçimleri arasındaki çelişkiyi ayrıntılı bir şekilde ele alacağım.

Tezimin bir özeti ile işe başlayayım. Eskiden bir hissenin içerdiği spekülatif unsurlar, tamamen o hissenin sahibi şirketin üzerindeydi. Bu unsurlar, belirsizlikleri, dalgalanmaları, sektördeki zayıflığı veya şirketin kendi yapılanması gibi faktörleri içeriyordu. Bu spekülatif unsurlar hâlâ mevcut ama biraz sonra bahsedeceğim bir takım uzun vadeli gelişmelerin etkisiyle farkedilebilir bir şekilde azaldı. Onların yerine, bu hisse senetleri arenasına şirketlerin dışından büyük ve yeni bir spekülatif unsur geldi. Bu unsurun kaynağı, hisse senedi alımları yapan kitlenin ve danışmanlarının (çoğu kez menkul kıymet analistleri) davranış biçimleri ve görüşleridir. Bu davranış biçimi şöyle tanımlanabilir: Artık gelecek konusundaki beklentilere çok büyük önem veriliyor.

Okur için, bir hisseye o şirketin gelecekte göstereceği performans bazında değer biçmek kadar mantıklı ve doğal bir şey olamaz gibi gelebilir. Ne var ki bu basit gibi görünen kavramın içinde bazı paradoks ve tuzaklar saklıdır. Bu yaklaşım yatırımla spekülasyon arasındaki o eski oturmuş farkı yok ediyor. Sözlük spekülasyon kelimesinin Latince gözetleme veya gözetleme yeri anlamına gelen "specula" kelimesinden türediğini söylüyor. Dolayısıyla, ileriyi gözetleyen ve başkalarından önce gelecek gelişmelerden haberdar olan da tabii ki spekülatör. Ama bugün, eğer yatırımcı akıllıysa veya iyi danışmanları varsa, o da geleceği gözetlemeli ve hatta gözetleme yerine çıkıp diğer spekülatörlerle haşır neşir olmalıdır.

İkinci olarak, en iyi yatırım özelliği taşıyan, örneğin iyi bir kredi notuna sahip şirketlerin, spekülatif ilgiyi en çok çeken şirketler olduklarını görüyoruz. Çünkü, herkes o şirketin geleceğinin çok parlak olacağını sanıyor. Üçüncü olarak ise, beklentiler özellikle gelecekteki sürekli büyüme beklentisi yüksek matematiğin formüllerine davetiye çıkarıyor. Bu formüllerde

* Benjamin Graham'ın, Mayıs 1958'de National Federation of Financial Ananlysts Societies'in (Ulusal Finansal Analistler Cemiyetleri Federasyonu) yıllık toplantısında yaptığı konuşma.

gelecekteki büyüme varsayımına göre, bugünkü değer hesaplanıyor. Ancak böyle kesin formüller ile kesin olmayan varsayımdan oluşan bir bileşim, insanın görmek istediği, arzuladığı her şeyi, hissenin değeri çok yüksek olsa bile doğrulayabilir. Dikkatli bir inceleme yapıldığında, herhangi bir büyüyen şirket için hiçbir değer veya değer aralığının geçerli olmadığı anlaşılabilir. Bu nedenle piyasa, bazen büyüme faktörüne hak ettiği değeri veremez.

Hisse senetlerindeki yeni ve eski spekülatif unsurlar arasındaki farkın tanımına geri dönelim. Burada yabancı kökenli ama pratik iki terim kullanacağım: Endojen (içsel) ve eksojen (dışsal) etki. Spekülatif bir hisseyle bir yatırım hissesi arasındaki farkı 1911-1913 yılları arasındaki American Can ve Pennsylvania Railroad örnekleriyle göstereyim. (Bunlar Benjamin Graham ve David Dodd'un yazdığı, McGraw-Hill'in yayınladığı 1940 baskılı *Security Analysis* adlı kitaplarının 2 ve 3. sayfalarında bulunabilir.)

O üç yıl içinde "Pennsy"nin fiyatları sadece 53 ilâ 65 arasında, veya o zamanki ortalama kazançlarının 12.2 ilâ 15 misli arasında oynadı. Kârlar istikrarlıydı ve 3$'lık kâr payı ödemesi yapılıyordu. Yatırımcılar hisselerin, maddi varlıklarının değeri olan 50$'lık nominal değerden çok daha değerli olduğundan emindiler. Öte yandan, American Can'in fiyatı 9 ilâ 47, kazançları 7¢ ilâ 8.86$, fiyatın üç yıllık kazanç ortalamasına olan oranı da 1.9 ilâ 10 misli arasında oynadı. Bu şirket hiç kâr payı ödemedi ve yatırımcılar 100$'lık nominal değerin altında hava cıvadan başka bir şey olmadığını biliyorlardı. Çünkü tercihli hisselerin toplam değeri, mevcut maddi varlıkların değerini aşmıştı. American Can hisseleri spekülatif değer taşıyordu. Şirket spekülatif bir şekilde sermayelendirilmiş bir kurumdu, dalgalanan ve geleceği belirsiz bir sektörün içinde faaliyet gösteriyordu. Aslında American Can'in geleceği Pennsylvania Railroad'dan çok daha parlaktı. Bu gerçeği o gün hiçbir yatırımcı ve spekülatör görmedi. Ancak görselerdi bile 1911-1913 yıllarının yatırım politika ve programlarıyla bağdaşmayacağı için bu ipucunu bir kenara bırakıp unutacaklardı.

Şimdi size yatırımın uzun vadeli potansiyeline verilen önemin zaman içinde nasıl değiştiğini göstermek istiyorum. Vereceğim örnek de tabii ki en görkemli sanayi devimiz olacak. Bu dev, geçen yıl satışları 1 milyar doları aşan o elit şirketler grubuna katılan International Business Machines'den başkası değil. Soğuk rakamlara kişisel bir sıcaklık kazandırmak için burada birkaç otobiyografik not vermek istiyorum. 1912 yılında, U.S. Express Company için bir araştırma projesini yönetmek üzere üniversiteye bir yıl ara verdim. Oranların çok kısa sürede hesaplanmasını sağlayacak yeni ve devrimci bir sistemin gelirler üzerindeki etkisini bulmak için yola koyulduk. Bu amaç için, Computing-Tabulating-Recording Company'den kiralanan Hollerith makinelerini kullandık. O güne kadar iş adamlarının hiç görmediği ve ancak Nüfus Bürosu'nda kullanılan delikli kartlar, kart

ayırıcıları ve tabülatörler üzerinde çalışma yapıyorduk. Ben Wall Street'e 1914 yılında girdim ve bir yıl sonra C-T-R Company'nin tahvil ve hisseleri New York Stock Exchange'de işlem görmeye başladı. Bu şirkete karşı duygusal bir bağım vardı ve ne yaptıklarını görüp bilen birkaç kişiden biri olarak, kendimi biraz da teknolojiyi bilen bir uzman olarak görüyordum. Böylece çalıştığım şirketin başı olan Mr. A.N.'ye gittim ve ona C-T-R hisselerinin 45'lerde işlem gördüğünü (105,000 hisse), 1915 yılında hisse başına 6.50$ kazanmış olduğunu, defter değerinin 130$ olduğunu, 3$ kâr payı dağıttığını ve şirket hakkında çok olumlu düşündüğümü anlattım. Mr. A.N. bana acıyarak bir bakış fırlattı ve "Ben," dedi, "bana bir daha o şirketten bahsetme. Onlara 10 metrelik bir sopayla bile dokunmam (bu en sevdiği ifadeydi). Yüzde 6 kuponlu işe yaramaz tahvilleri 80'in altında satılıyor. Hisseleri nasıl iyi olsun? Perdenin arkasında sudan başka bir şey yok." (Sözlük: O günlerde bir şeyi lânetlemek için kullanılan en ağır ifade buydu. Bilançoda görünen aktiflerin fiktif olduğu anlamına geliyordu. Aralarında U.S. Steel'ın da olduğu birçok sanayi şirketinin durumu aynıydı. 100$'lık nominal değerlerine rağmen arkalarında zaten miadı dolmuş bir fabrikadan başka bir şey yoktu. Kârlılık potansiyeli ve gelecek vaatleri haricinde sunacakları hiçbir şey olmadığı için kendisine saygısı olan bir yatırımcının kafasını bile çevirip bakmayacağı türden hisselerdi.)

Ben de dersini almış bir genç olarak istatistik hesaplarımı yaptığım küçük inime geri döndüm. Mr. A.N. sadece deneyimli ve başarılı değil aynı zamanda son derece kurnazdı. Computing-Tabulating-Recording'i küçük görmesinden o kadar etkilenmiştim ki o şirketin hisselerine elimi sürmedim. 1926 yılında şirketin isminin International Business Machines olarak değiştirilmesinden sonra bile...

Şimdi de aynı şirkete 1926'dan sonra yeni ismiyle bir bakalım. 1926 hisse senetleri için iyi bir yıldı. O yıl A.N. haklı çıktı. IBM'in bilançosunda 13.6 milyon dolar değerinde maddi olmayan varlıklar vardı. 1915 yılında, hisse sermayesinin her bir dolarının arkasında sudan başka bir şey yoktu. Ancak o zamandan itibaren, şirket T. L. Watson'un yönetimi altında harikalar yarattı. Net kârı 691,000$'dan beşe katlananarak 3.7 milyon dolara çıktı. Onbir yıllık hiçbir dönemde böyle bir büyüme bir daha görülmedi. Şirket artık yeterli miktarda bir sermaye büyümesi gerçekleştirmişti ve hisseler bire karşı 3.6 vererek bölündü. Yeni hisselerin kâr payı 3$'dı ve hisse başı kâr ise 6.39$'a ulaştı. 1926 hisse senedi piyasasının böyle bir büyüme sicili ve bu kadar iyi bir ticari pozisyonu olan şirkete hemen yapışması beklenirdi, ama bakın ne oldu. O yıl fiyatlar 31'le 59 arası oynadı. Ortalama 45 olarak alınırsa, aynı 1915'deki gibi, fiyat/kazanç oranı 7, kâr payı getirisi de %6.7 idi. En düşük fiyatı olan 31'deyken defter değerinden pek uzak değildi ve bu açıdan bakılırsa, 11 yıl öncesinden çok daha muhafazakârca fiyatlandırılmıştı.

Bu veriler eski yatırım görüşlerinin, 1920'li yıllardaki boğa piyasasının

sonuna kadar geçerli olduğunu gösteriyor. O zamandan itibaren neler olduğunu, IBM'in tarihindeki onar yıllık dönemlere bakarak özetleyebiliriz. 1936 yılında, net kâr 1926 rakamının iki misline yükseldi ve ortalama fiyat/kazanç oranı 7'den $17^{1/2}$'ye çıktı. 1936'dan 1946'ya kârlar iki buçuk misli daha arttı ama F/K $17^{1/2}$'de kaldı. Daha sonra tempo yükseldi. 1956 kârları 1946'nın dört misliydi ve ortalama çarpan $32^{1/2}$'ye yükseldi. Geçen yıl kârlar biraz daha yükselirken çarpan da da tekrar arttı ve ortalama bazda 42'ye geldi. Bu rakamların içinde A.B.D. dışındaki yan kuruluşun konsolide edilmemiş hisselerini saymıyoruz.

Bu rakamlara dikkatlice baktığımızda kırk yıl öncesiyle bazı benzerlik ve kontrastlar görüyoruz. Bir zamanların bilançosundaki o skandal "su" artık tamamen temizlenmiş. Önce bir açıklama ile gerçek kabul edilmiş, sonra bilançodan tamamen silinmiş. Ama daha sonra bilançoya bir başka tür "su", bu kez piyasanın yatırımcı ve spekülatörleri tarafından sokulmuş. Şimdi IBM kazançlarının 7 katında değil defter değerinin yedi katında, sanki hiç defter değeri yokmuş gibi, işlem görüyor. O küçük defter değeri bölümü, fiyatın tercihli hisse kısmı gibi görülebilir. Geri kalan kısmı ise, aynı eski spekülatör tipinin Woolworth'ü veya U.S. Steel'i alırken yaptığı gibi işin kârlılık potansiyeli ve gelecek vaatlerini temsil ediyor.

Şunu da eklemek istiyorum. IBM'in 30 yılda fiyat/kazanç oranını 7'den 40'a çıkarışında, büyük sanayi şirketlerinin içsel (endojen) diye nitelediğim tüm spekülatif özellikleri azalarak yok olmuş. Mali durumu sağlam, sermaye yapısı muhafazakâr ve şirket artık daha uzmanca yönetiliyor, hem de eskisinden daha dürüst bir şekilde. Dahası, şeffaflık yasaları sayesinde, cehalet ve gizemli olmaktan kaynaklanan spekülatif unsurlar da silinmiş.

Burada kişisel bir parantez daha açmak istiyorum. Street'deki ilk yıllarımda bu gizemli hisseler arasında en gözde olanlardan bir tanesi de şimdiki ünvanı Consolidated Edison olan, o zamanların Consolidated Gas of New York'u idi. Kârlı olan New York Edison Company bir yan kuruluştu ama bu kaynaktan bilançoda görünen sadece kâr paylarıydı, kazançlar değil. Açıklanmayan Edison kârları, hissenin gizemini veya "gizli değerini" oluşturuyordu. Tüm bu sus-pus rakamların Kamu Hizmetleri Komisyonu'nun dosyalarında mevcut olduğunu görünce şaşırdım. Bu kayıtlara bakıp Consolidated Gas'in aslında pek dişe dokunur düzeyde olmayan gerçek kazancını bir dergide yayınlamak çok kolaydı. Eski arkadaşlarımdan biri bana, "Ben, bu rakamları bulmakla büyük bir iş yaptığını düşünebilirsin, ama bunların Wall Street'te hiçbir değeri yok. Çünkü hisselerin bu gizemli özelliği onlar için çok daha ilgi çekici." dedikten sonra ekledi: "Her şeye burnunu sokmak isteyen siz gençler, bir gün Wall Street'i mahvedeceksiniz."

Bir zamanlar Wall Street'in ateşini yakan yakıt olan üç M'nin artık yok olduğunu söylemek doğru olur. Bunlar, Muamma, Manipülasyon ve (kü-

çük) Marjlardı. Ancak biz menkul kıymet analistleri, spekülatiflik açısından eskisinden geri kalmayan yeni değerleme yaklaşımları icat etmekten de geri durmadık. Ayrıca şimdi bizim de bir 3M'miz yok mu? Evet, Minnesota Mining and Manufacturing şirketi, eski ve yeni spekülasyon arasındaki farkı gayet güzel örnekliyor. Şu rakamlara bakın: M.M.& M. hisseleri geçen yıl 101'den işlem görürken, piyasa onlara 1956 kazançlarının 44 misli değer biçiyordu. Oysa şirketin kazançları 1957'de de artmamıştı. Şirketin değeri 1.7 milyar dolardı ve bunun sadece 200 milyon doları net varlıklarca karşılanmıştı. Geri kalan $1^{1/2}$ milyon doları da piyasanın maddi olmayan varlıklara biçmiş olduğu değerdi. Bu maddi olmayan varlıkların nasıl hesaplandığını bilmiyoruz, ama piyasanın daha sonra bu değerlemeyi %30 aşağı çekerek 450 milyon dolara indirdiğini biliyoruz. Böyle şahane bir şirketin maddi olmayan varlıklarınn değerini doğru olarak hesaplamak elbette olanak dışıdır. Ama matematik bir kural olarak, bir şirketin maddi olmayan varlıklarının veya gelecekte kâr etme gücünün değeri ne kadar fazlaysa, o şirketin gerçek değeri de o kadar belirsiz hale gelir ve dolayısıyla da hisse senetleri daha spekülatif olur.

Eskiyle yeniyi karşılaştırdığımızda, bu tür maddi olmayan varlıkların değerlemesinde ortaya çıkan bir farkı da belirtmek gerekir. Bir kuşak önce, maddi olmayan varlıkların değerini hesaplarken, maddi olanlara göre daha muhafazakârca davranmak standart bir kuraldı. İyi bir sanayi şirketinin, tipik bir şekilde tahvil ve tercihli hisselerce temsil edilen maddi varlıklarının üzerinden %6 ilâ 8 arasında bir kazanç sağlaması gerekir. Oysa bu oran maddi olmayan varlıklar için %15'dir. (Bu oranlara 1911 yılında arz olunan ilk Woolworth tercihli ve adi hisselerinde ve birçok diğerinde rastlayabilirsiniz.) Ancak 1920'lerden sonra ne oldu? Artık bu ilişkilerin tam tersini görebiliyoruz. Artık bir şirketin, hisselerinin ortalama piyasa koşulları altında defter değerinde işlem görmesi için hisseler üzerinden %10 kazanması gerekiyor. Ama yüzde 10'un üstündeki "fazla kazançlar" konusunda artık daha liberal davranılıyor. Dolayısıyla, hisseleri üzerinde %15 kazanan bir şirket, pekâlâ kazançlarının $13^{1/2}$ veya net varlıklarının iki katında işlem görebiliyor. Bu durum, sermaye üzerinde kazanılan ilk %10'un on katında, bundan sonraki %5'in ise (eskiden "fazla" kazanç denen bölüm) 20 katında değerlendirildiği anlamına geliyor.

Bu değer biçme yöntemindeki değişiklik, büyüme beklentilerine verilen önemden kaynaklanıyor. Sermaye getirisi yüksek olan bu şirketlere yüksek değer biçilmesinin nedeni, sadece bu güzel kârlılık ve onunla birlikte gelen nispî sağlamlık değil, aynı zamanda ileride daha fazla kazanma olasılığı. Dolayısıyla bugünlerde yüksek kâr eden şirketlere ödenen tutar, eski anlamıyla maddi olmayan varlıkların, yerleşik bir firma, kazançlı bir iş olmanın değeri değil, gelecek beklentiler ve artacak kazançların değeridir.

Bu arada değerleme konusunda iki yeni matematik kavramla ilgili kı-

sonuna kadar geçerli olduğunu gösteriyor. O zamandan itibaren neler olduğunu, IBM'in tarihindeki onar yıllık dönemlere bakarak özetleyebiliriz. 1936 yılında, net kâr 1926 rakamının iki misline yükseldi ve ortalama fiyat/kazanç oranı 7'den $17^{1/2}$'ye çıktı. 1936'dan 1946'ya kârlar iki buçuk misli daha arttı ama F/K $17^{1/2}$'de kaldı. Daha sonra tempo yükseldi. 1956 kârları 1946'nın dört misliydi ve ortalama çarpan $32^{1/2}$'ye yükseldi. Geçen yıl kârlar biraz daha yükselirken çarpan da da tekrar arttı ve ortalama bazda 42'ye geldi. Bu rakamların içinde A.B.D. dışındaki yan kuruluşun konsolide edilmemiş hisselerini saymıyoruz.

Bu rakamlara dikkatlice baktığımızda kırk yıl öncesiyle bazı benzerlik ve kontrastlar görüyoruz. Bir zamanların bilançosundaki o skandal "su" artık tamamen temizlenmiş. Önce bir açıklama ile gerçek kabul edilmiş, sonra bilançodan tamamen silinmiş. Ama daha sonra bilançoya bir başka tür "su", bu kez piyasanın yatırımcı ve spekülatörleri tarafından sokulmuş. Şimdi IBM kazançlarının 7 katında değil defter değerinin yedi katında, sanki hiç defter değeri yokmuş gibi, işlem görüyor. O küçük defter değeri bölümü, fiyatın tercihli hisse kısmı gibi görülebilir. Geri kalan kısmı ise, aynı eski spekülatör tipinin Woolworth'ü veya U.S. Steel'i alırken yaptığı gibi işin kârlılık potansiyeli ve gelecek vaatlerini temsil ediyor.

Şunu da eklemek istiyorum. IBM'in 30 yılda fiyat/kazanç oranını 7'den 40'a çıkarışında, büyük sanayi şirketlerinin içsel (endojen) diye nitelediğim tüm spekülatif özellikleri azalarak yok olmuş. Mali durumu sağlam, sermaye yapısı muhafazakâr ve şirket artık daha uzmanca yönetiliyor, hem de eskisinden daha dürüst bir şekilde. Dahası, şeffaflık yasaları sayesinde, cehalet ve gizemli olmaktan kaynaklanan spekülatif unsurlar da silinmiş.

Burada kişisel bir parantez daha açmak istiyorum. Street'deki ilk yıllarımda bu gizemli hisseler arasında en gözde olanlardan bir tanesi de şimdiki ünvanı Consolidated Edison olan, o zamanların Consolidated Gas of New York'u idi. Kârlı olan New York Edison Company bir yan kuruluştu ama bu kaynaktan bilançoda görünen sadece kâr paylarıydı, kazançlar değil. Açıklanmayan Edison kârları, hissenin gizemini veya "gizli değerini" oluşturuyordu. Tüm bu sus-pus rakamların Kamu Hizmetleri Komisyonu'nun dosyalarında mevcut olduğunu görünce şaşırdım. Bu kayıtlara bakıp Consolidated Gas'in aslında pek dişe dokunur düzeyde olmayan gerçek kazancını bir dergide yayınlamak çok kolaydı. Eski arkadaşlarımdan biri bana, "Ben, bu rakamları bulmakla büyük bir iş yaptığını düşünebilirsin, ama bunların Wall Street'te hiçbir değeri yok. Çünkü hisselerin bu gizemli özelliği onlar için çok daha ilgi çekici." dedikten sonra ekledi: "Her şeye burnunu sokmak isteyen siz gençler, bir gün Wall Street'i mahvedeceksiniz."

Bir zamanlar Wall Street'in ateşini yakan yakıt olan üç M'nin artık yok olduğunu söylemek doğru olur. Bunlar, Muamma, Manipülasyon ve (kü-

çük) Marjlardı. Ancak biz menkul kıymet analistleri, spekülatiflik açısından eskisinden geri kalmayan yeni değerleme yaklaşımları icat etmekten de geri durmadık. Ayrıca şimdi bizim de bir 3M'miz yok mu? Evet, Minnesota Mining and Manufacturing şirketi, eski ve yeni spekülasyon arasındaki farkı gayet güzel örnekliyor. Şu rakamlara bakın: M.M.& M. hisseleri geçen yıl 101'den işlem görürken, piyasa onlara 1956 kazançlarının 44 misli değer biçiyordu. Oysa şirketin kazançları 1957'de de artmamıştı. Şirketin değeri 1.7 milyar dolardı ve bunun sadece 200 milyon doları net varlıklarca karşılanmıştı. Geri kalan $1^{1/2}$ milyon doları da piyasanın maddi olmayan varlıklara biçmiş olduğu değerdi. Bu maddi olmayan varlıkların nasıl hesaplandığını bilmiyoruz, ama piyasanın daha sonra bu değerlemeyi %30 aşağı çekerek 450 milyon dolara indirdiğini biliyoruz. Böyle şahane bir şirketin maddi olmayan varlıklarınn değerini doğru olarak hesaplamak elbette olanak dışıdır. Ama matematik bir kural olarak, bir şirketin maddi olmayan varlıklarının veya gelecekte kâr etme gücünün değeri ne kadar fazlaysa, o şirketin gerçek değeri de o kadar belirsiz hale gelir ve dolayısıyla da hisse senetleri daha spekülatif olur.

Eskiyle yeniyi karşılaştırdığımızda, bu tür maddi olmayan varlıkların değerlemesinde ortaya çıkan bir farkı da belirtmek gerekir. Bir kuşak önce, maddi olmayan varlıkların değerini hesaplarken, maddi olanlara göre daha muhafazakârca davranmak standart bir kuraldı. İyi bir sanayi şirketinin, tipik bir şekilde tahvil ve tercihli hisselerce temsil edilen maddi varlıklarının üzerinden %6 ilâ 8 arasında bir kazanç sağlaması gerekir. Oysa bu oran maddi olmayan varlıklar için %15'dir. (Bu oranlara 1911 yılında arz olunan ilk Woolworth tercihli ve adi hisselerinde ve birçok diğerinde rastlayabilirsiniz.) Ancak 1920'lerden sonra ne oldu? Artık bu ilişkilerin tam tersini görebiliyoruz. Artık bir şirketin, hisselerinin ortalama piyasa koşulları altında defter değerinde işlem görmesi için hisseler üzerinden %10 kazanması gerekiyor. Ama yüzde 10'un üstündeki "fazla kazançlar" konusunda artık daha liberal davranılıyor. Dolayısıyla, hisseleri üzerinde %15 kazanan bir şirket, pekâlâ kazançlarının $13^{1/2}$ veya net varlıklarının iki katında işlem görebiliyor. Bu durum, sermaye üzerinde kazanılan ilk %10'un on katında, bundan sonraki %5'in ise (eskiden "fazla" kazanç denen bölüm) 20 katında değerlendirildiği anlamına geliyor.

Bu değer biçme yöntemindeki değişiklik, büyüme beklentilerine verilen önemden kaynaklanıyor. Sermaye getirisi yüksek olan bu şirketlere yüksek değer biçilmesinin nedeni, sadece bu güzel kârlılık ve onunla birlikte gelen nispî sağlamlık değil, aynı zamanda ileride daha fazla kazanma olasılığı. Dolayısıyla bugünlerde yüksek kâr eden şirketlere ödenen tutar, eski anlamıyla maddi olmayan varlıkların, yerleşik bir firma, kazançlı bir iş olmanın değeri değil, gelecek beklentiler ve artacak kazançların değeridir.

Bu arada değerleme konusunda iki yeni matematik kavramla ilgili kı-

saca iki öneri getirmek istiyorum. Testler, kârlılık arttıkça kazanç çarpanının da arttığını, yani defter değeri üzerindeki getiri oranının yükseldiğini gösteriyor. Bu özelliğin aritmetik sonucu kazanç arttıkça değerin de direkt olarak kazancın karesi kadar yükselmesidir. Ancak bu değer ile defter değeri arasındaki ilişki ters orantılıdır. Bu yüzden, maddi varlıklar bir şirketin hisseleri üzerinde bir kaynak teşkil edeceklerine, artık birer yük haline gelmişlerdir. Örneğin, eğer A şirketi 20$ defter değeri üzerinde hisse başı 4$, B şirketi de 100$ defter değerine 4$ kazanırsa, A şirketinin daha yüksek fiyat/kazanç oranı ve dolayısıyla da daha yüksek fiyatı olacağı hemen hemen kesindir (örneğin A hisseleri 60$, B hisseleri 35$). O zaman, hisse başı kârların eşit olduğu varsayıldığına göre, B şirketinin 80$ daha fazla olan varlıklarının 25$ daha düşük olan fiyata yol açtığını söylemek yanlış olmaz.

Ancak bundan daha önemli olan matematik ile hisselere değer biçmenin yeni yöntemleri arasındaki ilişkidir. Menkul kıymet analisti, (a) kârların büyüyeceğine dair iyimser varsayımları, (b) bu büyümenin gelecekte yeteri kadar süre devam edeceği varsayımını (c) bileşik faizlerin mucizevi işleyişini dikkate alarak hesap yaptığında, bakırı altın yapan simya formülünü bulduğunu sanır. Bu değerleme formülü ile "iyi hisse " için gerekli değeri bulmak çok kolay görünür. Geçenlerde *Analysts' Journal* dergisinde çıkan bir yazımın konusu boğa piyasalarındaki yüksek matematik modasıydı. Bu yazımda David Durand'ın, büyüme hisselerinin değer hesaplamaları ile matematikçileri iki yüz yıldan fazla bir süredir zora düşüren ve kafalarını karıştıran ünlü Petersburg Paradoksu arasındaki çarpıcı benzerliği gözler önüne serişinden bahsettim. Burada anlatmak istediğim, matematik ile hisse senetlerine yatırım yaparken ortaya çıkan davranış biçimleri arasında özel bir paradoks olduğudur. Matematiği kesin ve güvenilir sonuçlar üreten bir bilim dalı olarak biliriz. Ne var ki, hisse senedi piyasasında uygulanan matematik ne kadar ayrıntılı, ne kadar çapraşıksa, ortaya çıkan sonuç da o kadar belirsiz ve spekülatif oluyor. Kırk yıllık Wall Street deneyimimde, hisse senetleri veya benzer yatırım araçları hakkında, basit matematik ve en ilkel cebirin ötesinde gerçekten de güvenilir hesaplamalar yapıldığını görmedim. İşin içine ne zaman yüksek matematik veya cebir girse bilin ki hesabı yapan, deneyimin yerine kuramı koymak istiyordur. Bu çabalar çoğu kez spekülasyona yatırım maskesi takmayı amaçlar.

Eski hisse senedi yatırımı ilkeleri, bugünün üst düzey menkul kıymet analistleri için biraz naif gelebilir. O zamanlar en fazla önem, bir şirketin savunmacı yönlerine veriliyordu. Çoğunlukla da kâr payı ödemelerinin, kötü zamanlarda da azalmadan devam edeceğine dair bir güvence aranıyordu. Dolayısıyla, elli yıl öncesinin standart yatırım araçları olan demiryolları hisseleri, aynen son yılların kamu hizmetleri şirketlerinin hisseleri gibi görülüyordu. Geçmiş performans, istikrarın bir ölçüsü olarak alındı-

ğında, ilke hayata geçirimiş oluyor ve işlerin gelecekte değişebileceği hiç düşünülmüyordu. Kurnaz yatırımcılar, özellikle gelecekte müthiş güzel şeyler vaat eden şirketleri arıyorlar ama fiyatların bu vaatleri henüz yansıtmamış olmasını istiyorlardı.

Bu isteğin gerçekleşmesi, yatırımcının uzun vadeli ve çok olumlu beklentiler için fazla birşey ödememesi demekti. Yatırımcı için, ek bir maliyet ödemeden sağlayacağı bu tür bir kazanç, en iyi şirketleri seçmeye imkan veren zekâ ve yargısının bir ödülü gibi geliyordu. Çünkü, aynı mali güce, geçmiş kârlılık performansına ve kâr payı ödeme istikrarına sahip şirketlerin hepsi aynı kâr payı getirisini sağlayacak fiyatlarda işlem görüyorlardı.

Bu yöntem dar görüşlü bir bakış açısıydı ama eski günlerin yatırım faaliyetini basit ve bir hayli kârlı yapma avantajına sahipti. Son bir kişisel örnek daha vereyim. Takriben 1920 yılında firmamız *"Yatırımcı İçin Dersler"* isimli bir dizi küçük broşür dağıtmıştı. Bu tür kendinden emin ve kibirli bir başlığı bulan yirmili yaşların ortasındaki atak bir analist, yani bendim. Ancak gazetelerin birinde de şu yorumu yapmıştım: "Eğer bir hisse senedi iyi bir yatırımsa, o halde aynı zamanda iyi de bir spekülasyondur." Çünkü, bana göre, eğer bir hisse senedi çok az bir kayıp riski taşıyacak kadar sağlamsa, mutlaka gelecek için de mükemmel kâr fırsatları tanıyordu. Bu son derece doğru ve hatta değerli bir buluştu, ama doğruluğunun nedeni kimsenin ona dikkat etmeyişiydi. Bundan birkaç yıl sonra, insanlar hisse senetlerinin uzun vadeli yatırım araçları olarak tarihi erdemleri olduğu gerçeğini kavradılar, ama bu erdem de kısa bir süre sonra yok oldu. Çünkü yatırımcı kitlesinin aşırı coşkusu, hisseleri içerdikleri güvence payından yoksun kıldı ve onları yatırım sınıfından dışarıya itti. Daha sonra da salıncak öbür tarafa sallandı ve en saygıdeğer uzmanlar bile (1931 yılında) hiçbir hissenin hiçbir zaman bir yatırım aracı olamayacağını söylemeye başladılar.

Bu uzun deneyim yıllarına başka bir perspektiften bakarsak, yatırımcıların gelir kavramından farklı olarak, sermaye kazançlarına bakış açılarındaki değişen tavırları hakkında bir dizi paradoks daha görebiliriz. Geçmiş dönemlerdeki hisse senedi yatırımcısının sermaye kazançlarıyla pek ilgilenmediğini söylemeye pek gerek yokmuş gibi geliyor. O zamanlar yatırımcının tek alım nedeni güvence ve gelir üretimiydi. Fiyat artışları spekülatörün işiydi. Bugün, bir yatırımcı ne kadar deneyimli ve ne kadar akıllıysa, kâr paylarıyla o kadar az, hisse senedinin uzun vadede değer kazanması ile ise o kadar fazla ilgileniyor. Oysa eski zaman yatırımcısı, en azından sanayi sektörü hisselerinde, gelecekte sermaye kazancı elde etmek gibi bir endişesi olmadığı için böyle bir kazancı elde edebiliyordu. Bunun tam tersi olarak, bugünün yatırımcısı, yarını tahmin edebilmek için o kadar çok çaba sarfediyor ki, şimdiden bu iş için büyük bir bedel ödüyor. Hatta o kadar inceleme ve dikkat sonucunda haklı çıksa bile kâr edemiyor.

Öte yandan tahmini doğru çıkmadığı zamanlarda ciddi zararlara uğrayabiliyor.

1920 broşürümün o iddialı başlığını tekrar kullanmak gerekirse, 1958'in analistleri, geçmiş tutumlarla bugünküler arasındaki bu karşılaştırmayı kullanarak ne gibi dersler alabilirler? İnsanın "fazla bir şey değil" diyesi geliyor. Sadece şimdiki zaman için ödeme yaptığımız ve geleceği bedavaya alabildiğimiz, yâni "bol kazanç ve bir de üstüne Cennet" talep ettiğimiz o güzelim eski günlere nostaljik bir şekilde bakıp başımızı sallayarak şöyle diyoruz: "O günler artık geride kaldı ve bir daha hiç gelmeyecek." Yatırımcı ve spekülatörler, iyi ve kötü vaatlerin sunulduğu bilgi ağacının meyvelerini yemediler mi? Bunu yaparak, ağaçlarından ucuz hisselerin toplanabileceği Cennet Bahçesi'nden kendilerini ilelebet uzaklaştırmadılar mı? Kötü yazgımız daima, ya iyi kaliteli ve gelecekte iyi şeyler vaat eden hisselere makul olmayan seviyelerde yüksek fiyat ödeme, ya da o makul fiyatı ödeyerek kötü kaliteli, kötü gelecekli hisseleri alma riskini mi taşımak olacak?

Kuşkusuz öyle görünüyor. Ama bu kötümser ikilemden bile tam emin olamıyoruz. Geçenlerde General Electric'in tarihini inceledim. Elime içinde elli dokuz yıllık kazanç ve kâr paylarının gösterildiği grafikleri içeren 1957 şirket raporu geçmişti. Bilgili bir analist için bu rakamlar pek şaşırtıcı olmayacak. Bir kere, 1947 öncesinde G.E.'nin büyümesi gayet alçak gönüllü seviyelerdeydi, hatta düzensiz bir seyir gösteriyordu. 1946 kârları (52¢), 1902 kârlarından (40¢) ancak %30 daha fazlaydı ve bu dönem içerisinde 1902 kârlarının hiçbir zaman iki katına çıkılmamıştı. Ne var ki, fiyat/kazanç oranı, 1910 ve 1916 yıllarında 9 iken, ilk önce 1936'da ve daha sonra tekrar 1946 yılında 29'a çıkmıştı. 1946 çarpanının, en azından kurnaz yatırımcıların o iyi bilinen önsezilerini yansıttığı söylenebilir. O zaman biz analistler, gelecek on yılda yatan parlak büyüme dönemini öngörmeyi becerebilmiştik. Belki de bu öngörü tam doğru değildi. Bazılarınız hatırlayacaktır. Ertesi yıl (1947) G.E.'nin hisse başı kârı çarpıcı bir yeni en yükseğe ulaştığında fiyat/kazanç oranı da olağanüstü bir şekilde düşmüştü. Bire üç bölünmeden önce G.E. hisselerinin yaptığı en düşük fiyat olan 32'de fiyat cari kazançların sadece 9 misliydi. Yılın ortalama fiyatı ise, bu kazançların sadece 10 katına ulaşabilmişti. On iki ay içerisinde kristal küremiz şüphe götürmez bir şekilde donuklaşmıştı.

O müthiş dönüş ancak onbir yıl önce gerçekleşti. Analistler arasında, belli başlı ve geleceği parlak şirketlerin daima yüksek fiyat/kazanç oranlarında işlem göreceği, bunun yatırımcılar için hayatın bir parçası olduğu ve öyle kabul etmekten başka bir çareleri olmadığı yolundaki yaygın olan inancın tam güvenilirliği hakkında şüphelerim var. Bu konuda dogmatik olmak istemiyorum. Bütün söyleyeceğim bu işi henüz kendi kafamda da çözmediğimdir. Bu sorunu herkes kendine göre bir çözüme ulaştırabilir.

Ancak bir kapanış yorumu yapmak gerekirse, yatırım ve spekülatif

özellikleri açısından çeşitli hisse senedi türlerinin yapısı hakkında kesin bir şeyler söylemek istiyorum. Eski günlerde, bir hissenin yatırım özelliği, verilen kredi notu ve gayet iyi bir şekilde değerlendirilen şirketinin özellikleri ile aşağı yukarı aynıydı veya aynı orantıdaydı. Tahvil veya tercihli hisselerinin getirileri ne kadar düşükse, adi hisse senedinin tüm yatırım kriterlerine uyma olasılığı o kadar fazlaydı ve alımdaki spekülasyon unsuru da o kadar azdı. Şirketin bu spekülatif sıralamasıyla, yatırım sıralaması arasındaki ilişki soldan sağa doğru düşen düz bir çizgi olarak grafiklendirilebilir. Ama grafik bu günlerde bir U dönüşü yapmış durumda. Sol tarafta, aynen eskisi gibi, şirket spekülatif ve kredi notu düşükken hisse senetleri bir hayli spekülatif. Halbuki sağ uçta, geçmiş performansı iyi, geleceği de parlak olduğu için şirketin kredi notunun en yüksek olduğu yerde, hisse senedi piyasasının hisselere yüksek değer biçerek ortaya tekrar bir spekülatif unsur getirdiğini görüyoruz.

Bu aşamada, Shakespeare'nin sonelerinden birinden, biraz abartılı olsa da şaşırtıcı bir şekilde konuyla ilgili bir parçayı tekrarlamadan edemiyorum:

> İşleri yaver giden kiracıların yüksek kiralar ödeyerek
> Her şeylerini ve daha fazlasını kaybettiklerini görmedik mi?

Yukarıda bahsettiğimiz grafiğe geri dönecek olursak, hisse senedi alımlarında spekülatif unsurun asgariye indiği tek yer, orta kısım. Bu kısımda, ulusal ekonomiyle paralel seyretmiş bir geçmiş büyüme performansı ve yine aynı özellikleri taşıyacak gelecek vaatlerine sahip olan birçok oturmuş ve sağlam şirket bulabiliriz. Bu tür şirketler, boğa piyasalarının son aşamaları hariç, çoğu zaman içsel değerlerine göre cazip fiyatlarda satın alınabilir. Hatta, şimdiki yatırımcı ve spekülatörlerin daha parlak hisselerle ilgilenme eğilimleri nedeniyle, bu orta kalitedeki kağıtların genellikle belirlenebilir değerlerinden aşağıda işlem gördüklerini de söylemek pek yanlış olmaz. Piyasanın tercih ve önyargıları, daha parlak görünen hisse senetlerindeki güvence payını yok ederken, orta alandaki hisse senetlerindeki güvence payını yükseltir. Dahası, bu mevcut şirketler yelpazesi içerisinde, ayrıntılı geçmiş analizleri yapıp geleceği değerlendirerek, çeşitlemeye gitme ve dolayısıyla o ilâve güvenceyi de sağlamaya olanak tanıyacak birçok seçenek bulunur.

Phaethon, Güneş'in savaş arabasını sürmekte ısrar ettiğinde, daha deneyimli olan babası, acemi oğluna bir öneride bulunmuştu ama oğlu bunu dinlemeyerek başına belâ açtı. Baba Phoebus Apollo'nun önerisini Ovid şöyle özetliyor:

> *Medius tutissimus ibis*
> *En emniyetli yol, orta yoldur.*

Aynı ilkenin yatırımcılar ve onların menkul kıymet analistleri için de geçerli olduğunu düşünüyorum.

4. Bir Örnek Vaka Çalışması: Aetna Maintenance Co.

Bu tarihi örnek olayın ilk bölümü 1965 baskımızdan alındı. Orada "Korkunç Bir Örnek" başlığı altında sunulmuştu. İkinci kısım şirketin daha sonraki başkalaşımını özetliyor.

Yeni halka arzlara dair burada "korkunç bir örnek" verirsek, okuyucularımızın ilerideki davranış biçimleri üzerinde olumlu bir etki yapabileceğini düşünüyoruz. Şirket, Standard&Poor's'un Stock Guide'ının ilk sayfasında yer alıyordu. Bu örnek, 1960-1962 arasında yapılan halka arzların o göze batan zayıflığını, piyasanın bunların fiyatlarını nasıl aşırı bir şekilde şişirdiğini ve ardından gelen çöküşü çok güzel sergiliyor.

Kasım 1961'de, Aetna Maintenance Company'nin 154,000 hissesi halka 9$'dan satılmıştı ve fiyatlar hemen ardından 15$'a yükselmişti. Bu finansman yapılmadan önce, şirketin hisse başına düşen varlıklarının değeri 1.20$'dı, ama satıştan gelen paralarla bu miktar 3$'a çıktı.

Finansman öncesi satış ve kâr rakamları şöyleydi:

Finansman sonrası rakamlar ise şöyle:

Haziran 1963	4,681,000$	42,000$ (zar.)	0.11$ (zar.)
Haziran 1962	4,234,000$	149,000$	0.36$

1962 yılında, fiyat $2^{2/3}$'e düştü ve 1964'de $^{7/8}$'den bile işlem gördü. Bu dönemde hiç kâr payı ödenmedi.

'da biten yıl	*Satışlar*	*Net Kâr*	*Hisse Başı Kâr*
Haziran 1961	3,615,000$	187,000$	0.69$
(Haziran 1960)*	(1,527,000)	(25,000)	(0.09)
Aralık 1959	2,215,000	48,000	0.17
Aralık 1958	1,389,000	16,000	0.06
Aralık 1957	1,083,000	21,000	0.07
Aralık 1956	1,003,000	2,000	0.01

* 6 aylık.

YORUM: Bu, halkın sermayesine katılması için fazla küçük bir şirketti. Hisseler, bir tek iyi yılın sonuçlarına göre alınıp satılmıştı ve daha evvelki sonuçlar gülünç derecede kötüydü. Şirket, gelecekte ayakta durabilecek bir rekabet gücüne sahip değildi. Arzdan hemen sonra oluşan yüksek fiyatlarda, dikkatsiz yatırımcı, mevcut kâr ve varlıklar için büyük ve güçlü şirketlere ödenenden çok daha fazla paralar ödüyordu. Elbette bu örnek, biraz aşırı uçta ama tek örnek de değil. Biraz daha az derecede ama affedilmez şekilde aşırı değerlemeler yüzlerce kez tekrarlandı.

Sonuç 1965-1970

1965 yılında şirkette bir takım değişiklikler başladı. Kâr getirmeyen inşaat ve bakım kısmı satıldı ve şirket tamamiyle değişik bir alan olan elektronik aletler işine el attı. İsmi de Haydon Switch and Instrument Co. olarak değiştirildi. 1965-1969 arasındaki beş yılda, şirketin "eski hisseler" başına ortalama kazancı sadece 8¢'ti. En büyük kâr 1967 yılında gelmişti (34¢). Daha sonra, gerçekten de çağdaş bir şekilde, şirket 1968 yılında hisselerini bölerek bire iki verdi. Piyasa fiyatı da, gerçek bir Wall Street'li gibi davranmaya başladı. 1964 yılında yaptığı en düşük fiyat olan 7/8'den, 1968 yılında $16^{1/2}$'ye çıktı (bölünme sonrası). Fiyat artık 1961 yılının coşkulu yıllarında erişilen rekoru kırmıştı. Şimdiki aşırı değerleme eskisinden de beterdi. Hisseler, tek iyi yılın kazançlarının 52, ortalama kazançlarının 200 katında işlem görüyordu. Aynı zamanda, şirket yine en yüksek fiyatın erişildiği yılda zarar göstermek üzereydi. Ertesi yıl, hisse fiyatı 1$'a düştü.

SORULAR: Bu hisselere 1968 yılında 8$ ödeyen aptalların acaba şirketin geçmiş performansı, beş yıllık kazanç kayıtları, çok küçük varlık değeri hakkında bir fikirleri var mıydı? Ödedikleri paranın karşılığında ne kadar az şey satın aldıklarını biliyorlar mıydı? Wall Street'te her hangi birisi, bu tür yatırım araçlarında devamlı tekrarlanan böyle tamamiyle beyinsiz, şoke edici biçimde yaygın ve kaçınılmaz şekilde felâketlerle sonuçlanan spekülasyonların sorumluluğunu alabilecek mi?

5. NVF'nin Sharon Steel'ı Satın Alışı İçin Vergi Muhasebesi

1. NVF 1969 yılında Sharon hisselerinin %88'ini hisse başı 70$ karşılığında satın aldı. Anlaşmaya göre NVF, %5 kuponlu ve 1994 vadeli NVF tahvilleriyle 22$'dan $1^{1/2}$ NVF hissesi almaya hak tanıyan varantlar verecekti. Tahvillerin ilk baştaki değeri nominal değerin %43'üydü ve varantlar da NVF hissesi başına 10$'dan işlem görüyordu. Bu fiyat düzeyi, Sharon hissedarlarının geri verdikleri her hisse senedi başına 30$'ı tahvil ve 15$'ı varant olmak üzere toplam 45$ alacakları anlamına geliyordu. Zaten Sharon hisselerinin fiyatının 1968 yılı ortalaması ve aynı zamanda yıl sonu fiyatı da bu

seviyedeydi. Sharon'un hisse başı defter değeri 60 Dolar'dı. Satın alınan 1,415,000 Sharon hissesinin defter değeri ile piyasa değeri arasındaki fark 21 milyon dolardı.

2. Uygulanan muhasebe işleminin üç amacı vardı: (a) İlk amaç tahvil ihracına 43'ten satılmış gibi bakmak ve bu büyük tahvil iskontosunun amortismanından dolayı şirkete büyük bir yıllık vergi indirimi sağlamaktı (54 milyon dolar). Aslında şirket kendisine, 99 milyon dolarlık borç ihracı üzerinde yıllık %15 faiz tahakkuk ettirmiş oluyordu. (b) Bu tahvil-iskontosu zararını, Sharon hisselerinin maliyeti olan 45 ile defter değeri olan 60 arasındaki farkın onda birini gelir göstererek karşılamak ise ikinci amaçtı. Bu işlem, olaya ters yönden bakıldığında, satın alınan varlıkların defter değerinin üstünde yapılan alımlara ödenen fiyatın bir kısmının gelirden düşülmesine tekabül ediyordu. (c) Bu uygulamanın güzelliği, şirketin bu iki giriş vasıtasıyla başta yılda 900,000$ veya hisse başı 1$ kurtaracak olmasıydı. Çünkü, tahvil iskontosunun amortismanı vergiye tabi gelirden düşülebilirdi ama "maliyet üstü sermaye fazlasının" vergiye tabi gelire dahil edilmesi şartı bulunmuyordu.

3. Bu muhasebe uygulaması hem konsolide edilmiş gelir-gider tablolarında hem NVF'nin 1969 yılı bilançosunda, hem de 1968 proformasında görünüyor. Zaten Sharon hisselerinin büyük bir kısmı varantlarla ödeniyormuş gibi gösterileceğinden, bu varantların başlangıç değerlerini hisse senetlerinden oluşan sermayenin bir kısmı olarak sunmak gerekiyordu. Dolayısıyla olayda varantlar için 22 milyon dolar gibi büyük bir değer tayin edilmişti. Ancak açıklama küçük bir notla yapılmıştı. Bu tür bir işleme daha önce hiç tanık olmamıştık.

6. Yatırım İçin Teknoloji Firmaları

1971 ortalarında, Standard&Poor's kılavuzlarında ismi Compu-, Data, Electro-, Scien- veya Techno- diye başlayan 200 kadar şirket sıralanmıştı. Bunların yaklaşık yarısı bilgisayar sektöründeydi. Bunların bir bölümü piyasada işlem görüyordu. Bir bölümü ise halka arz için başvuruda bulunmuştu.

Eylül 1971'de, S&P *Stock Guide*'da bu tür 46 şirket vardı. Bunların 26'sı zarar göstermiş, sadece 6'sı hisse başı 1$'dan fazla kazanmış ve yine sadece 5 tanesi kâr payı ödüyordu.

Aralık 1968 *Stock Guide*'ında böyle benzer teknolojik isimli 45 şirket vardı. Bu şirketlerin akıbetini 1971 *Guide*'ında da göründüğü şekliyle izleyecek olursak şu gelişmeleri bulabiliriz:

Toplam Şirket Adedi	*FiyatıYükselen*	*Fiyatı Yarıdan Az Düşen*	*Fiyatı Yarıdan Fazla Düşen*	*Stock Guide'dan Çıkarılan*
45	2	8	23	12

YORUM: 1968 yılında *Guide*'a girmemiş teknoloji şirketlerinin sonraki dönemdeki performanslarının daha da kötü olduğu kesin. Aynı zamanda, listeden çıkarılan 12 tanesi de kalanlardan daha kötü birer performans gösterdi. Bu örneklerin ortaya çıkardığı korkunç manzara, tüm "teknoloji" sektörü kağıtlarının kalite ve fiyat açısından geleceği hakkında bir fikir verebilir. IBM ve diğer birkaçının gösterdiği olağanüstü başarı, elbette bir yığın yeni halka arz yapılmasına neden oldu ama hemen her seferinde büyük kayıplar ortaya çıkacağı neredeyse kesindi.

"Hisse senetlerine yatırım yapanlar için yazılmış ve yazılacak en iyi kitap *'Akıllı Yatırımcı'*dır." diyor yazar ve yatırım danışmanı John Train. Benjamin Graham'ın bu klasik eseri bizi sağlam ve güvenli yatırım ilkeleriyle, ilk baskının yapıldığı 1949 yılından bu yana geçerli olan ve iyi sonuç veren ilkelerle tanıştırıyor. Graham'ın en ünlü yatırım stratejisi öğrencilerinden Warren Buffett'ın Giriş'ini ve Ek çalışmasını da içeren bu kitap, hem savunmacı hem de girişimci yatırımcıları ifade ediyor.

Akıllı Yatırımcı'ya övgü

"Yatırım konusunda bugüne dek yazılmış en iyi kitap."
— Warren E. Buffett

"1841 yılından bu yana para konusunda birçok iyi kitap yazıldı, ama ancak birkaç tanesi geçerliliğini koruyor. Bunların arasında en iyi bilineni ve size para kazandırma olasılığı en yüksek olanı *Akıllı Yatırımcı*."
— Andrew Tobias

"Graham, uygulamalı portföy yatırımı üzerinde bu asrın (belki de tarihin) en önemli düşünürü."
— John Train, *The Money Masters'ın* yazarı

SCALA YAYINCILIK

ISBN 975-7132-39-X
9 789757 132394